



الجمهورية الجزائرية الشعبية الديمقراطية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة غرداية

كلية: العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير

قسم: العلوم التجارية

دور الادوات المالية الاسلامية في تحقيق كفاءة سوق الاوراق المالية
-دراسة مؤشر سوق دبي-

مذكرة مقدمة لنيل شهادة الليسانس في: مالية ومحاسبة

إشراف الأستاذ:

عمي سعيد حمزة

إعداد الطالبة:

الأطرش محمد

الموسم الجامعي: 2013-2014م

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

اللَّهُ الرَّحْمَنُ الرَّحِيمُ

قال الله تعالى:

"يَرْفَعِ اللَّهُ الَّذِينَ
آمَنُوا مِنْكُمْ وَالَّذِينَ
أَوْتُوا الْعِلْمَ دَرَجَاتٍ"

(11: الآية المجادلة)

الإهداء

إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله ورعاهما ورزقنا رعاهما

والدتي الحنون وأبي العزيز

إلى إخوتي وأصدقائي

وإلى الأساتذة والمعلمين

وإلى خطيبتي أحلام

محمد

شكر وعرفان

... "رب أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي و
علي والدي" ...

بعد الحمد و الشكر للمولى عز وجل لتوفيقه لي
لإتمام هذا العمل، أتقدم بأسمى عبارات الشكر

والتقدير لاستاذي الفاضل عمي سعيد حمزة

من به تقدم وما العمل هذا علي إشرافه علي

تدريس ونصح وتوجيه وإرشاد طيلة فترة البحث.

إنجاز في ساهموا الذين لزملائي بشكري أتقدم كما

هذا العمل من قريب أو من بعيد بدء

كما لا أنسى تقديم الشكر لقسم علوم التجارية

علي بكل مجهودات تجاهنا.

محمد

تشكل الاسواق في الوقت الراهن على التمويل المباشر والتوجه نحو السوق الأوراق المالية، وتؤدي هذه الأسواق دورا مهما في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات أكثر مردودية، وتوفر سوق الأوراق المالية مجموعة من الأدوات التي تمنح للمستثمر فرصا اوسع للاختيار، غير ان هذه الاوراق قد تجذب المستثمر دون آخر ولذا يجب أن تكون ذات جاذبية لجميع للمستثمرين، وهذا يدفع الحديث عن الادوات الموافقة للشريعة الإسلامية، والتي تعتبر صكوك تمويل واستثمار، تحمل مخاطرة، تعكس أصلا وتدر عائدا متغيرا مرتبطا بهذا الاصل.

ويعد أهم معيار لوجود كفاءة بمستوى معين في السوق أو عدمها هو سرعة هذه السوق في الاستفادة من المعلومات المتعلقة بسعر السهم، وتكون هذه الاسواق ذات كفاءة كلما كانت الأسعار الاوراق المالية ذات قربة أكثر من القيمة الحقيقية لتلك الأوراق.

تلقى هذه الورقة الضوء على أهمية إدراج الاوراق المالية الموافقة للشريعة ، مع الإشارة إلى إمكانية التكيف الأوراق المالية التقليدية لتتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، حيث تؤدي هذه الأوراق دور كبير في جذب المستثمرين فضلا عن الرفع من كفاءة سوق الاوراق المالية، من خلال تداول السعر العادل وعائد ملائم، فتلك الاوراق تعمل على اختلافات الموجودة بين القيمة السوقية والحقيقية للورقة، من خلال توفير المعلومات المدققة، وهذا من خلال الإفصاح التام، والتحكم في الاسعار والاحتكار وخاصة مصالح المرسله للمستثمرين.

الكلمات المفتاحية،

الكفاءة المالية، الأسواق المالية، الأوراق المالية الإسلامية.

Summary

Constitute the market at the present time on direct financing and market-oriented securities, and lead these markets play an important role in mobilizing and allocating savings towards investments more cost-effective, and provide the stock market a set of tools that gives the investor wider opportunities to choose, but that such securities may attract investors without Last and must therefore be attractive to all investors, and this drives the modern tools for the approval of Islamic law, which is financing and investment instruments, bearing the risk, reflecting the already generating revenue variable associated with this asset.

The most important criterion for the existence of a certain level of efficiency in the market whether or not this is the speed of the market to take advantage of information on the share price, and these markets are efficient whenever the prices of securities with a bottle more than the real value of those securities.

This paper highlights the importance of the inclusion of the Securities to approve the law, with reference to the possibility of air-conditioning traditional securities to conform with the principles of Islamic law, where lead these securities played a major role in attracting investors as well as increasing the efficiency of the stock market, during the trading fair price and yield appropriately, then it leaves working on the differences existing between the market value and the real paper, an imbalance of providing information audited, and this is through full disclosure, and to control prices, monopoly and private interests sent to investors.

Words open :

The efficiency of financial markets, Islamic markets, Securities

قائمة المحتويات

المقدمة:
الفصل الأول: أدبيات النظرية
تمهيد
المبحث الأول: الأسواق المالية والأدوات المالية
المطلب الأول: أساسيات أسواق الأوراق المالية
المطلب الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية أطرافها والأدوات المتداولة
المطلب الثالث: التكيف الفقهي للأدوات المالية المتعامل بها في الأسواق الأوراق المالية الإسلامية
المبحث الثاني: أدبيات التطبيقية
المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة
المطلب الثاني: النتائج المستخلصة
المطلب الثالث: أهم ما يميز به هذه عن الدراسات السابقة
خلاصة الفصل:
الفصل الثاني: دراسات ميدانية
تمهيد
المبحث الأول: دراسة ميدانية
المطلب الأول: كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية
المطلب الثاني: علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية بالأوراق المالية الإسلامية
المبحث الثاني: نشأة سوق دبي المالي وتطوره ودور في الرقابة الشرعية على عملاته
المطلب الأول: مؤشر سوق دبي
خلاصة الفصل:
الخاتمة:

فهرس الأشكال والرسومات البيانية

الصفحة	العنوان	الرقم
07	المبكل العام لسوق الأوراق المالية	1
11	مجموعة من الخدمات التي يقدمها السمسار في بورصة الأوراق المالية	2
20	أنواع حقوق الاختيار	3
40	الصبغ الثالث لكفاءة السوق	4
48	ملكية سوق دبي المالي للأوراق المالية	5
50	ملخص الأداء السوق 2006	6
55	الاسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة دبي 2010	7

فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
45	بعض المؤشرات الأسواق الناشئة	1
45	بعض المؤشرات الأسواق العربية	2
49	تطورات الرئيسية التاريخية لسوق دبي المالي	3
53	تطور مؤشر معدل الرسملة السوقية لسوق دبي	4
55	عدد الاسهم المدرجة في البورصة دبي ونسبتها	5

قائمة المحتويات

المقدمة:
الفصل الأول: أدبيات النظرية
تمهيد
المبحث الأول: الأسواق المالية والأدوات المالية
المطلب الأول: أساسيات أسواق الأوراق المالية
المطلب الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية أطرافها والأدوات التداولة
المطلب الثالث: التكيف الفقهي للأدوات المالية المتعامل بها في الأسواق الأوراق المالية الإسلامية
المبحث الثاني: أدبيات التطبيقية
المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة
المطلب الثاني: النتائج المستخلصة
المطلب الثالث: أهم ما يميز به هذه عن الدراسات السابقة
خلاصة الفصل:
الفصل الثاني: دراسات ميدانية
تمهيد
المبحث الأول: دراسة ميدانية
المطلب الأول: كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية
المطلب الثاني: علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية بالأوراق المالية الإسلامية
المبحث الثاني: نشأة سوق دبي المالي وتطوره ودور في الرقابة الشرعية على عملاته
المطلب الأول: مؤشر سوق دبي
خلاصة الفصل:
الخاتمة:

المقدمة العامة

مقدمة عامة :

لقد أدى تطور سوق الأوراق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي والتجاري و الذي مرت به معظم دول العالم منها دول رأسمالية وبعد انتشار مؤسسات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض ليخلق حركة قوية التعامل بالصكوك المالية الذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية .

حيث كان التعامل با الصكوك على قارعة الطريق في الدول الكبرى , ثم استقر التعامل في أبنية خاصة وأصبحت تعرف با سوق أوراق الاوراق المالية .وتضم عدد كبير من المتعاملين بالاضافة إلى تنوع الأدوات المالية المطروحة والتي تهيئ للمستثمر فرصاً أوسع لاتخاذ القرارات المناسبة كل هذه العوامل تمكن الاسواق الأوراق المالية من قيام بوظائفها سواء ابا لنسبة للاقتصاد ككل أو مؤسسات بشتى أنواعها .

ولقد تميزت سوق الأوراق المالية في الاونة الأخيرة بتعرضها لموجات حادة من الأزمات المالية مما أدى إلى تدهور اقتصاديتها ومما أدى إلى البحث عن البديل الأدوات المالية التقليدية المتداولة في أسواق الأوراق المالية أمراً عاجلاً ,لدا جاءت لأدوات المالية الإسلامية كبديل لتلك الأدوات ,بهدف إنعاش سوق أوراق المالية لتقليل من حدة نكبات الاقتصادية التي هزتها بعض الدول وهذا من خلال المبادئ التي بنيت عليها.

ولعل الدافع الأساسي لاختيار الموضوع هو: هل إدراج الأدوات المالية الإسلامية الموافقة

للسريعة التداول في الاسواق المالية يسمح بتحقيق كفاءة هذه الأخيرة والحد من الأزمات الاقتصادية ؟

وهذا السؤال يؤدي إلى طرح أسئلة أخرى :

ماهي أساسيات أسواق الأوراق المالية, وفيما تتمثل .

ماهي الاطراف المتداخلة ونوعية الادوات المتداولة .

ما هي الاليات التي تمنحها الاوراق الاسلامية للحد من الازمات

وللاجابة على هذه الاسئلة نقترح الفرضيات التالية

- سوق الأوراق المالية تعمل على ربط بين المدخرين والمستثمرين قصد زيادة حجم الاستثمارات والتمويل الاقتصادي بالأموال اللازمة.

- تلعب الأدوات المالية الإسلامية دوراً مهماً في تنشيط أسواق الأوراق المالية.

- تعتبر أسواق الأوراق المالية عرضة للأزمات إلا أنها تنح آليات لتعاملها بأوراق مالية موافقة للشريعة الإسلامية يساهم بشكل كبير في الحد من هذه الأزمات.

الدول التي تتداول في أسواقها أوراق مالية موافقة للشريعة الإسلامية تعتبر أسواقها المالية على قدر من الكفاءة.

تحتل سوق الأوراق المالية باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على الحد سواء وذلك لما تقوم به هذه الأسواق الأوراق من دور هام في حشد المدخرات وتوجيهها في القنوات استثمارية بهدف دعم الاقتصاد القومي وزيادة من معدلات الرفاهية للأفراد .

-أسباب اختيار البحث

من أهم أسباب اختيار هذا البحث مايلي:

-تسليط الضوء على أسواق الأوراق المالية من منظور قيمي باعتبارها من أحد المفاهيم الجديدة.

-إبراز دور الأدوات المالية الإسلامية في تحقيق كفاءة أسواق الاوراق المالية والتقليل من حدة الأزمات الاقتصادية.

-محاولة إيجاد بعض الحلول لتنشيط سوق الاوراق المالية بالجزائر كطرح أدوات مالية موافقة للشريعة الإسلامية قابلة للتداول.

3-إشكالية الدراسة

في هذا الإطار السؤال الجوهرى الذي تهدف الدراسة الإجابة عنه يمكن صياغته على النحو التالي:

هل إدراج أدوات مالية إسلامية في سوق الأوراق المالية يسمح بتحقيق كفاءة هذه الأخيرة والحد من الازمات الاقتصادية؟

وهذا السؤال بدوره يؤدي إلى طرح أسئلة أخرى:

-فيما تتمثل أساسيات اسواق الأوراق المالية، الأطراف المتدخلة فيها ونوعية الادوات المتداولة؟

-هل يمكن تكييف الأدوات المتداولة في أسواق الأوراق المالية التقليدية لتوافق أحكام الفقه الإسلامي؟

-ماهو دور الأدوات المالية الإسلامية في تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية؟

5-أهداف الاهداف الرئيسية لهذه الدراسة في:

-محاولة الإحاطة ببعض الجوانب النظرية المتعلقة بأسواق رأس المال وتبيان موقع سوق الأوراق المالية منها.

-طرح مجمل لواقع أهم أسواق الأوراق المالية التي تتداول بها أدوات مالية إسلامية وأخرى لا تتداول بها هذه الأدوات.

- عرض اهم الأزمات المالية التي قصور الأنظمة الوضعية في خلق بورصات ذات درجة عالية من الكفاءة.

6-مناهج الدراسة

نظرا لاختلاف المعلومات المراد الوصول إليها والكيفية التي يمكن تجميعها، يتم الاعتماد على منهجين هما:

- المنهج الوصفي الذي يهدف إلى جمع وتلخيص الحقائق المرتبطة بها، يتناول أساسيات أسواق الأوراق المالية، أقسامها وظائفها الأطراف والأدوات المتداولة .

- المنهج التحليلي وذلك في دراسة المؤشرات سوق الأوراق المالية، تحليل الإحصائيات المتعلقة بأسواق بعض الدول في العالم.

وقد أوضحت أسواق الاوراق المالية ضرورة حتمية لنا لها من فوائد اقتصادية, كما توفر هذه الاسواق مجموعة من الادوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصا أوسع للاستثمار ويتم التداول هذه الادوات وفق أطراف متدخلة في السوق .

ونظرا لتوسيع نشاط أسواق الاوراق المالية بظهور أدوات مالية جديدة , حتم ذلك التأكد من مدى موائمتها مع أحكام الفقه الاسلامي بهدف مواكبة التطور الاقتصادي ومسارته بمنظور قيمي .

ولذا سيعرض هذا الفصل لمبحثين :

- أساسيات اسواق الاوراق المالية .

- الادوات المالية الاسلامية المتداولة في أسواق الاوراق المالية .

7- أقسام الدراسة

للإجابة عن الأسئلة المطروحة والتحقق من الفرضيات الموضوعية، يتم تقسيم البحث إلى

الفصل الاول: الهدف منه محاولة الإحاطة بالجوانب النظرية لأسواق الاوراق المالية، إضافة إلى إبراز التكيف الفقهي للأدوات المالية المتداولة في السوق وأنواع الأدوات المالية الإسلامية.

الفصل الثاني، يتعرض هذا الفصل إلى واقع بعض الاسواق المالية التي تتعامل بالأدوات المالية الإسلامية ومدى انعكاس على كفاءتها ومؤشراتها.

الفصل الأول

الأدبيات النظرية والتطبيقية

الفصل الأول : الأدبيات النظرية و التطبيقية

تمهيد.

تعتبر الأسواق الأوراق المالية المرآة العاكسة للاقتصاديات الدول ومؤشر من المؤشرات النمو ومستويات الانفتاح او الإنغلاق، كما أنها تمثل مصدرا هاما للمستثمرين والمدخرين لأصحاب المساهمين لما تحتويه من رؤوس الاموال وفرص استثمارية، وكما تعد مكسبا لأصحاب الفوائض من حيث العوائد المالية من خلال تداولها .

إن العمليات التي تتم في السوق الأوراق المالية للمستثمرين يقوم بها أشخاص مختصون في المجال السوق المالي وفق عمولات يتقاضونها مقابل خدمات التي يقدمونها.

إن من بين الأساسيات التي يعتمد المستثمرون في السوق الاوراق المالية هي جذب رؤوس الأموال التي تعتبر أهم من حيث التداول والكفاءة التي يتمتع بها السوق وكذا مؤشرات التداول وحجم الأصول المتداولة.

المبحث الاول :الأدبيات النظرية

سوق الاوراق المالية عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائع والمشتري لنوع معين من الاوراق أو الأصل مالي معين ,مما يمكن المستثمرين من بيع وشراء عدد من الاسهم والسندات ,ولكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال وكذا نظرا لتعدد وظائف سوق الأوراق المالية ,فقد أدى ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الاوراق المالية المركزي , لدا نتناول هدا البحث أساسيات السواق الاوراق المالية .

- مفهوم سوق رأس المال , أقسامها وموقع سوق رأس المال منها
- وظائف سوق الاوراق المالية , أطرافها والأدوات المتداولة فيها
- الادوات المالية المتداولة في سوق الاوراق المالية .

المطلب الاول : مفهوم سوق رأس المال , أقسامها وموقع سوق الاوراق المالية منها

حتى تتمكن سوق الاوراق المالية من تحقيق كافة الأهداف التي تسعى إليها يجب توفير جملة من العوامل التي تسهل لها القيام بوظائفها , لهذا يعرض هدا المطلب مفهوم سوق رأس المال , أقسامها وواقع سوق الاوراق المالية

1- مفهوم أسواق رأس المال :

يمكن تعريف أسواق رأس المال " كمكان للالتقاء والتبادل بين العرض والطلب على رأس المال " , غير أن هدا التعريف التقليدي يتميز بالبساطة فهو يتجاهل خصائص الأوراق المالية مقارنة بأسواق السلع والخدمات , ولا يعطي صورة كاملة عن وحدانية النقود ودورها الخاص في المعاملات الاقتصادية¹ .

كما يمكن تعريف سوق رأس المال بأنها "المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لأصول مالية من خلال إجراءات قانونية وإدارية ومالية تمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق المالي سواء كان البائع والمشتري ,مدخرا أو مستثمرا للأموال ويحقق الصلة بينهما ووسيط يساعد على تحويل المدخرات النقدية إلى أصول استثمارية أو تحويل أصول إلى نقدية مرة أخرى ويتحكم في هدا النظام العرف السائد في السوق المالي ,نمط العلاقة بين العرض والطلب على الاموال ,

القوانين والإجراءات المنظمة للتعامل في السوق المالي وسلوك البائع والمشتري للأصول المالية² .

¹ -capelle-b-Blancard , couderc, vanDeLanote, Marchès financiers en fiches, Ellipses edition Marketing. SA, 2004 , p :13.

² محفوظ جبار, تنظيم وإدارة البورصة , دار هومة للطباعة , الجزائر, الطبعة الأولى, 2002, الجزء الثالث, ص:8.

كما تمثل أسواق رأس المال بمختلف اشكالها , مكان يمكن للطرفين بالالتقاء والتفاوض حول تبادل الارصدة المالية الفائضة , فهي تسمح لأصحاب الفائض باختيار التوظيف الملائم اخدا بالاعتبار معايير العائد السيولة المخاطرة .

2- أقسام سوق رأس المال وموقع سوق الاوراق المالية منها

هناك عدة معايير لتقسيم سوق رأس المال نظرا لتنوع وتداخل العمليات المالية بها , يتم التعرض إلى ثلاثة معايير منها:

2-1- التقييم حسب آجال العمليات :

حسب هذا المعيار تنقسم سوق راس المال إلى :

2-1-1- أسواق حاضرة أو فورية

وهي الاسواق التي يتم فيها التداول الاوراق المالية بصورة فورية بين البائع والمشتري وتنقسم إلى الاسواق منها :

2-1-1-1- السوق المنظمة¹ :

أو ما يطلق عليها البورصة الاوراق المالية, وهي منظمة لتداول الاوراق المالية بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من النشاط , وهذه التعاملات تجرى في مكان محدد وهي البورصة و في وقت محدد, ويحكم المتعاملين فيها تشريعات ولوائح معينة وتقوم على إرادتها هيئة تتولى الاشراف على تنفيذ اللوائح والتشريعات .

2-1-1-2- السوق غير المنظمة :

وهي التي يتم على أساسها المعاملات خارج البورصات وعن طريق وسيط , ويطلق عليها المعاملات على المنضدة او السوق الموازية وترجع هذه التسمية تاريخيا إلى حقيقة ان البنوك كانت تتولى دور الوسيط الاساسي في عمليات التداول التي كانت تتم فعلا على منضدة مخصصة لها. وقد تم الاحتفاظ بهذه التسمية حتى الآن للعمليات التي تتم عن طريق وسيط أو تاجر, وقد قام الاتحاد الوطني لتجار الاوراق المالية (NASD) National Association Of Securities dealers عام 1981 بوضع وتنفيذ شبكة اتصالات

¹- للمزيد يمكن الرجوع إلى:

- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات-أوراق بورصات، دار الشروق والتوزيع، عمان-الأردن، الطبعة لأولى، 2005، ص:44،43.
- حسن عبد المطلب الأسراج ، تحليل اداء البورصات العربية خلال الفترة(1994-2003) مع دراسة خاصة للبورصة المصرية، سلسلة رسائل البنك الكويت الصناعي العدد 79، ديسمبر 2004 ،ص،18.

على مستوى القومي تعطي جميع المعلومات والاورام المرتبطة بالأوراق المالية المشاركة في هذا النظام ويطلق على هذا الشبكة اسم نازداك (NASDAQ):

National Association Of Securities Dealers : Automated quotation System¹.

وتضم السوق الغير المنظمة ثلاثة أقسام رئيسية إضافة إلى أسواق أخرى فرعية :

– سوق المعاملات على المنضدة⁽²⁾ (OTC) over the counter، والتي تعتبر بمثابة السوق الثانية وتتولى بيوت السمسرة القيام بهذه العمليات .

– السوق الثالثة⁽³⁾ وتتكون من سمسرة غير أعضاء في البورصة والذين يقدمون خدمات التعامل في الاوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة وصناديق استثمار المعاشات والاموال التي تديره البنك نيابة عت عملائها ، ويتميز هذا الجزء من السوق الغير المنظمة بسرعة تنفيذ المعاملات وصغر تكلفتها .

– السوق الرابعة⁽⁴⁾ يكون التعامل بين الشركات المصدرة للاوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين بشكل مباشر دون الحاجة إلى السمسرة أو تجار اوراق المالية مما يترتب عنه سرعة في التعامل وتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالاتها سواء عبر النت أو الهاتف .

– اسواق اخرى⁽⁵⁾ ألى جانب الاسواق الثلاث السابقة الذكر ، هناك أسواق أخرى يخلقها بطريق مباشرة أو غير مباشرة السمسرة والتجار الذين يتنافسون فيما بينهم من خلال تقديم خصم في العمولة التي يتقاضونها ويمارس النشاط في هذه الاسواق سمسرة الخصم ، وتجار الطلبات الكبيرة .

2-1-1-3- الاسواق الإحتكارية^(٦)

هي اسواق متخصصة في تسويق سندات الخزينة التي تصدرها وزارة المالية وعادة ماتكون هذه السوق أولية وثانوية في آن واحد ، حيث يقوم المستثمر بشراء سند حكومي من المصرف المركزي او المصرف المتخصص ببيع هذه الورقة وإذا أراد بيعها لهذه السوق اوالمصرف ويقدم الورقة ليحصل على قيمتها ولذلك سميت بسوق احتكارية .

¹ محمد صالح الخناوين جلال ابراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الجامعة، الإسكندرية، 2002، ص:28.

² صلاح السيدة جودة، بورصة الأوراق المالية(علميا وعمليا)، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية ، الإسكندرية ، 2000 ، ص:24.

³ نفس المرجع السابق، ص:24.

⁴ منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 1997 ، ص:112.

⁵ على كنعان، الأسواق المالية ، جامعة دمشق كلية الاقتصاد قسم المصاريف والتأمين (دمشق ، 2005-2006، ص:19) .

2-1-2- أسواق آجلة أو مستقبلية

يمكن تعريفها بأنها اتفاق على بيع أو شراء مجموعة من الأوراق المالية دون الاستلام والتسليم وبسعر اليوم وذلك بعد فترة شهري أو ثلاثة أشهر مقابل مكافأة مالية تمثل جزءا من القيمة السهم يدفعها المستثمر لصاحب الحق في البيع ويستطيع صاحب الخيار إما تثبيت الشراء في تاريخ الاستحقاق أو إلغائه.

2-2- تقسيمات سوق الأوراق المالية.

حسب هذا المعيار يوجد سوقين:

2-2-1- السوق الأولية.

يعرف بالسوق الأولي أو السوق الإصدار بالسوق المالي الي يتم إصدار الأوراق المالية الجديدة ، أسهم أو سندات من قبل الشركات أو الدولة. لأن عملية الأولي للأوراق المالية للمشاركين لاتحدث علنا بل منظمة لحساب المصدر من قبل بنك الاستثمار banque d 'affaire الذي ينظم عملية الإصدار ويضمن بيع هذه الإصدارات بأسعار متفق عليها وتكون العمليات في هذه السوق بطريقة مباشرة أو غير مباشرة وهي¹ :

- الطريقة المباشرة: أن تقوم جهة الإصدار بنفسها بالاتصال مباشرة بعدد من المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة لبيع الأسهم والسندات .

- الطريقة غير مباشرة : وتتولى مؤسسة مالية متخصصة (بنك الاستثمار) في عملية الإصدار لحساب الشركة أو الجهة الحكومية ولايخرج بنك الاستثمار عن كونه وسيط بين المستثمرين ، وفي الدول التي تتم بصغر حجم السوق المالية قد تتولى البنوك التجارية عملية الإصدار.

- أسلوب المزاد: وبمقتضى هذا تتم دعوة المستثمرين لتقديم عطاءات تتضمن شراءها وسعر الشراء ، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم العطاءات ذات السعر الأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار، وعادة ما يتم استخدام هذا الأسلوب لتصريف إصدار السندات الحكومية وأذون الخزينة.

2-2-2- السوق الثانوية:

السوق الثانوية أو سوق التداول يتم فيها تداول الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية ووجود متعاملين(مستثمرين، شركات، صناديق استثمار وغيرها) ضروري للسير الحسن لهذه السوق. وللسوق الثانوية وظيفتين مهمتين.

فوجود سوق ثانوي يجعل عملية بيع الأوراق المالية سريعة وسهلة فهي تجعل الأوراق المصدرة أكثر سيولة وهذه السيولة تجعل الأوراق المالية المصدرة مطلوبة من طرف المشاركين وبالتالي تجعل عملية إصدار الأوراق الجديدة من طرف الشركات

¹ -عاطف وليم الأندراوس ، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية ، الإسكندرية ، 2005، ص:7-8.

أكثر سهولة . أما الوظيفة الثانية تتمثل في تحديد حصص تداول لكل ورقة مالية مما يسمح للمستثمر بتقدير قيمة أصلية وتسمح للمؤسسة بمعرفة السعر الذي يمكنها أن تصدر بها أوراق جديدة في السوق الأولية⁽¹⁾ .

2-3- التقييم حسب المنتجات المتداولة .

بالنظر إلى طبيعة المنتجات المتداولة في سوق رأس المال والتي قد تكون سلعا أو أوراق مالية يمكن تقسيمها .

2-3-1- بورصة السلع

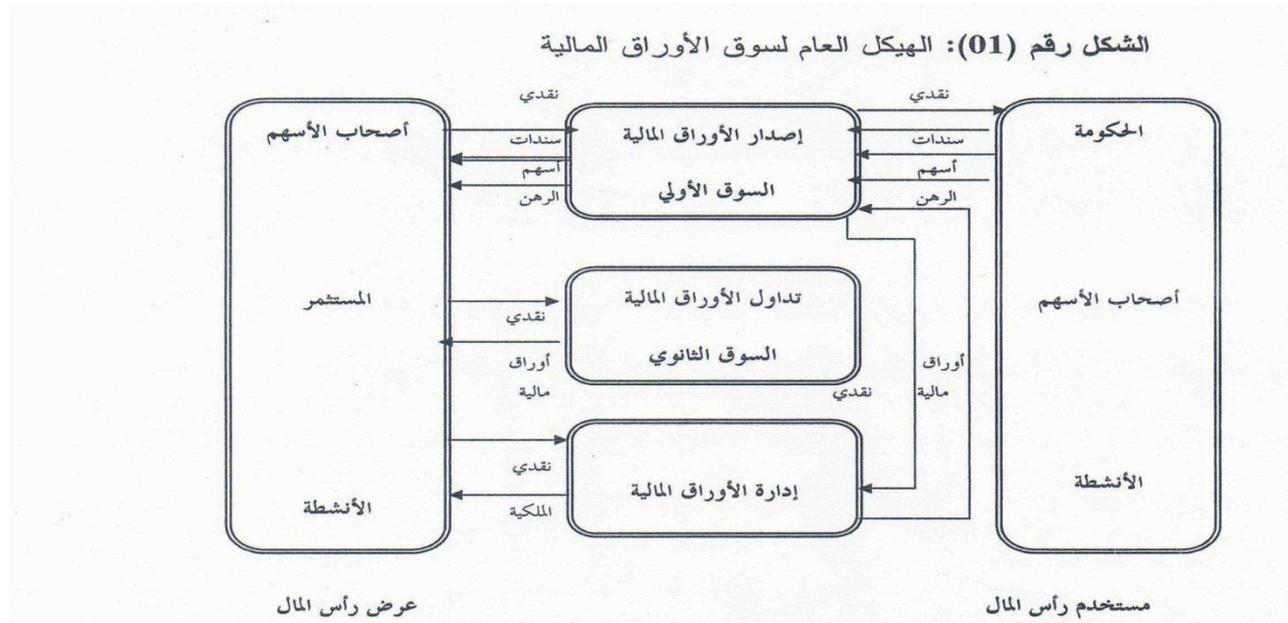
هي سوق منظمة تتمركز فيها المبادلات التجارية الخاصة بالموجات الطبيعية ذات الاستهلاك الكبير (البن، السكر، القطن، القمح)، وتسمى بالبورصة التجارية وتعتبر أقدم عهدا من البورصات الأخرى وتكتسي بورصات السلع أهمية بالغة في تطوير الاقتصاد الوطني من خلال توفير المواد الأولية المختلفة وإمداد الصناعات الوطنية بها، كما أنها تغذي الأسواق المحلية بمختلف المواد الاستهلاكية بصفة مستمرة.

2-3-2- سوق الأوراق المالية :

تعرف بأنها السوق التي تتعامل في الاستثمار المالي المتعلق بالأوراق المالية(السهم والسندات) سواء عند إصدارها لأول مرة عند تداولها بعد ذلك⁽²⁾ .

وتتمتاز سوق الأوراق المالية بنفس الميزة الخاصة بسوق السلع من حيث طبيعة العمليات التي يمكن إجراؤها حيث تكون

على نوعين العمليات الفورية والآجلة.



المصدر: إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة دار النهضة العربية مصر، 2000، ص:16.

¹ - Fredric Mishkin ; op-cit , 2007 , p :35

² - حسن عبد المطلب الأسرج، مرجع سابق، 2004، ص:14.

المطلب الثاني : وظائف سوق الأوراق المالية ، أطرافها والأدوات المتداولة فيها

تلعب سوق الأوراق المالية دورا هاما في دعم الاقتصاد القومي وزيادة معدلات الرفاهية للأفراد، حيث له جملة من الوظائف التي يقوم بها بالاعتماد على أطراف متدخلة في السوق تسعى لتنظيم عمليات بيع وشراء الأوراق المالية وفق أسس وقواعد متفق عليها، ويتم تداول هذه الأوراق عن طريق مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصا أوسع للاختيار في شتى المجالات الاستثمارية.

1-وظائف سوق الأوراق المالية

يمكن تلخيص أهم وظائف سوق الأوراق المالية في⁽¹⁾

1-1- جمع المدخرات لتمويل الاستثمارات الكبيرة

تعمل سوق الأوراق المالية على جمع مدخرات وتوظيفها في المشاريع الاستثمارية وذلك من خلال طرح الأوراق المالية للاكتتاب من طرف المدخرين الراغبين في الحصول على عائد وحتى يقبل المدخر الاكتتاب يجب ان تتوفر عملية التوظيف على عدة صفات أهمها:

-**الأمان:** وهذا ما يؤدي إلى طمأنة المدخرين بحكم أن أموالهم بموضع آمن وأنها سوف تزداد وتنمو في

المستقبل من خلال استثمارها في شراء الأوراق المالية.

- **السيولة:** توفر البورصة سوق مستمرة لتداول الأوراق المالية ، الأمر الذي يتيح للمستثمر درجة عالية من

السيولة ، مما يشجع المستثمرين على توظيف مدخراتهم في شراء الأوراق المالية طالما انه يمكن تحويلها بسهولة وبسرعة إلى نقد دون تحمل خسائر.

-**الحماية من تناقص قيمة الأموال:** من خلال توظيف المستثمر لأمواله في الأسهم لتجنب انخفاض القوة

الشرائية لها ومن ثمة تناقص القيمة الحقيقية لاستثمارته.

-**المرودودية:** من خلال الحصول على عائد سواء في الشكل فوائد أو أرباح أو قيم مضافة .

1-2- رفع رأس مال المؤسسات:

تمكن السوق المالية من رفع رأس مال المؤسسات وذلك بغرض الحصول على الاموال اللازمة لتمويل توسعها

ونموها، والتي قد عجز المؤسسون عن تلبيةها، ويكون هذا الدور ذو أهمية خاصة في حالات الخصخصة بالنسبة

للمؤسسات العمومية وأيضا بالنسبة للشركات الخاصة ، إلا أن عملية نشر رأس المال لكل من النوعين تختلف

بالنسبة للمؤسسات الخاصة فإن العملية تعني توسيع قائمة المساهمين أما بالنسبة للمؤسسات العمومية فعملية نشر

رأس المال تعني خصخصتها وانتقال ملكيتها من الحكومة إلى القطاع الخاص، كما تعتبر عملية نشر رأس المال

¹ - رفيق مزاهدية ، كفاءة سوق الأسواق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات - دراسة حالة سوق الأسهم السعودية ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص: اقتصاد دولي، جامعة باتنة ، 2006-2007،ص:15-16.

- سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة - حالة أسواق الأوراق المالية العربية ، جامعة الجزائر، 2004،ص 59-60.

كحملة إخبارية دائمة للمؤسسة تزيد من إقبال الجمهور على الاستثمار في أوراقها المالية وبالتالي زيادة إمكاناتها التمويلية بأقل تكلفة.

1-3- تخفيض المخاطر والإفصاح عن المعلومات.

توفر السوق المالية العديد من الفرص لتخفيض المخاطر من خلال تعدد وتنوع الأوراق المالية (أسهم، سندات، المؤسسات....)، حيث تمكن من تكوين محافظ استثمارية تضم أوراق مالية لقطاعات متعددة ومؤسسات متنوعة .

1-4- إعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار:

تعمل سوق الأوراق المالية على تسجيل حركة الأسعار بجميع الصفقات وعروض البيع وطلبات الشراء التي تتم فيها، حيث تتحدد فيها الأسعار من خلال قوى العرض والطلب، ويتم نشرها من قبل إدارة السوق ويعتمد عليها المتعاملون عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

1-5- تقييم أداء الاقتصاد الوطني:

من خلال تقييم الأداء الاقتصادي للمؤسسات والمشروعات وإيجاد حلقة اتصال بين جميع فعاليات شبكة الاقتصاد الوطني كمصاريف والمؤسسات الاستثمارية والمساهمة في تنشيط أعمالها، كما أن سعر الورقة المالية في سوق الأوراق المالية يعكس وضعية الشركة المعنية وأيضا سوق الأوراق المالية تعطي مؤشرات عامة لاتجاهات الاسعار ومعدلات الادخار والاستثمار التي تعكس جزء مهم من الوقع الاقتصاد الوطني، فهي مقياس جيد لما سيعمله الاقتصاد في المستقبل.

1-6- التوجيه السليم للموارد الاقتصادية بالبلد:

ينجم عن التفاعل بين البائعين والمشتري داخل السوق سعر توازني للأوراق المالية حسب آلية العمل بسوق المنافسة التامة، وتعتمد المؤسسات على هذا السعر التوازني في اتخاذ قراراتها لتغطية نفقاتها الاستثمارية غير أن الأموال لا تتحرك إلا في اتجاه الذي يرغب فيه المدخرون بناء على العائد الذي يرغبون فيه فلا يبقى في الاقتصاد إلا الاستثمارات التي تحقق رغبات هؤلاء المدخرين.

2- الأطراف المتداخلة في سوق الاوراق المالية .

هناك ثلاثة أطراف رئيسة متداخلة في عمليات سوق الأوراق المالية وهي العارضون للأوراق المالية الطالبون للأوراق المالية والوسطاء غير أن هناك من يعتبر الوسطاء مجرد طرف مسهل ومساعد على حسن السير سوق الأوراق المالية أكثر مما هم طرف من المتدخلين الحقيقيين، وذلك باعتبار أن دورهم الاستثماري قليل الأهمية نسبيا ، ويمكن عرض الأطراف المتداخلة في سوق الأوراق المالية في:

2-1- العارضون للأوراق المالية¹:

تمثل هذه الفئة في المؤسسات الصناعية، التجارية والقابضة التي تصدر الأسهم والسندات لتمويل احتياجاتها، يضاف إلى هذه المؤسسات الحكومة التي تصدر السندات لتغطية العجز في ميزانيتها أو الامتصاص السيولة أو لمواجهة النفقات الإنتاجية والاستثمارية للبنية الأساسية كما تصدر السندات أيضا الهيئات العامة والمحلية والمؤسسات العامة لمواجهة العجز أو التمويل الاستثمارات الجديدة ، وكذلك تعتمد برامج الخصخصة على مشاركة القطاع الخاص في شراء الأسهم والسندات ، كما تلجأ المؤسسات الأجنبية المقيدة في البورصات المحلية للحصول على فوائض رؤوس الأموال في غير بلدها مقدمة ضمانات وفوائد مرتفعة .

2-2- الطالبون للأوراق المالية:

وهم الأفراد الذين يستثمرون في البورصة سواء مباشرة أو غير مباشرة إضافة إلى البنوك وفروعها ، ومؤسسات التأمين ، صناديق التقاعد ، صناديق الإيداع ومؤسسات التوظيف والاستثمار وعلى غرار الأفراد يعتبر المستثمرون والمؤسسات من أهم مزودي البورصة برؤوس الأموال على المدى الطويل لامتيازها بنوع من الاستقرار والثبات في قدراتها الادخارية والاستثمارية².

ومن أهم الوظائف المؤسسات سالفة الذكر ، توظيف أموالها وأموال عملائها في البورصة والمؤسسات العاملة في مجال الأوراق المالية التي تباشر نشاطا أو أكثر من الأنشطة الآتية:

- ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية .
- الاشتراك في تأسيس المؤسسات التي تصدر أوراقا مالية أو في زيادة رؤوس أموالها .
- المقايضة والتسوية في معاملات الأوراق المالية.
- تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.

2-3- الوسطاء الماليون:

نقص المعرفة والخبرة يعد عائقا أمام المتعاملين يحول دون إيجادهم للتوظيف الأمثل من حيث العائد والمخاطرة المالية ، لذا كان من الضروري توفر مجموعة من الوسطاء الماليين لهم الخبرة كبيرة، يعملون على التوفيق بين رغبات الطالبين والعارضين ويقومون بتنفيذ الأوامر أو تحقيق التوظيف الأمثل أي عائد أكبر ومخاطرة أقل، إضافة إلى مؤسسات الأخرى العاملة في سوق الأوراق المالية غير السماسرة والعناصر المحكمة والمراقبة للسوق³.

2-4 السماسرة أو وكلاء التبادل:

¹ - مصطفى راشدي شيحة ، الاقتصاد النقدي والمصرفي والبورصات ، الدار الجامعية الجديدة للنشر ، مصر ، 1998، ص:40.

² - أحمد بوراس ، مرجع السابق ، 2002-2003، ص:95.

³ - محفوظ جبار ، تنظيم وإدارة البورصة ، دار هومة للطباعة ، الجزائر، الطبعة الأولى ، 2002، الجزء الثالث ، ص:8.

السمسار هو شخص ذو مؤهلات محددة ومواصفات معينة ، يتلقى الأوامر العملاء البيع والشراء ، ويقوم بمعاونة مساعده بتنفيذها لهم داخل المقصورة مقابل سمسة (عمولة) محددة باللائحة ويجوز له أن يمارس مهنته هذه منفردا أو كشريك متضامن في شركة أشخاص او شركة عامة غير محدودة المسؤولية وهو يعمل باسمه وحساب الغير لذلك يعتبر وكيل العمولة¹.

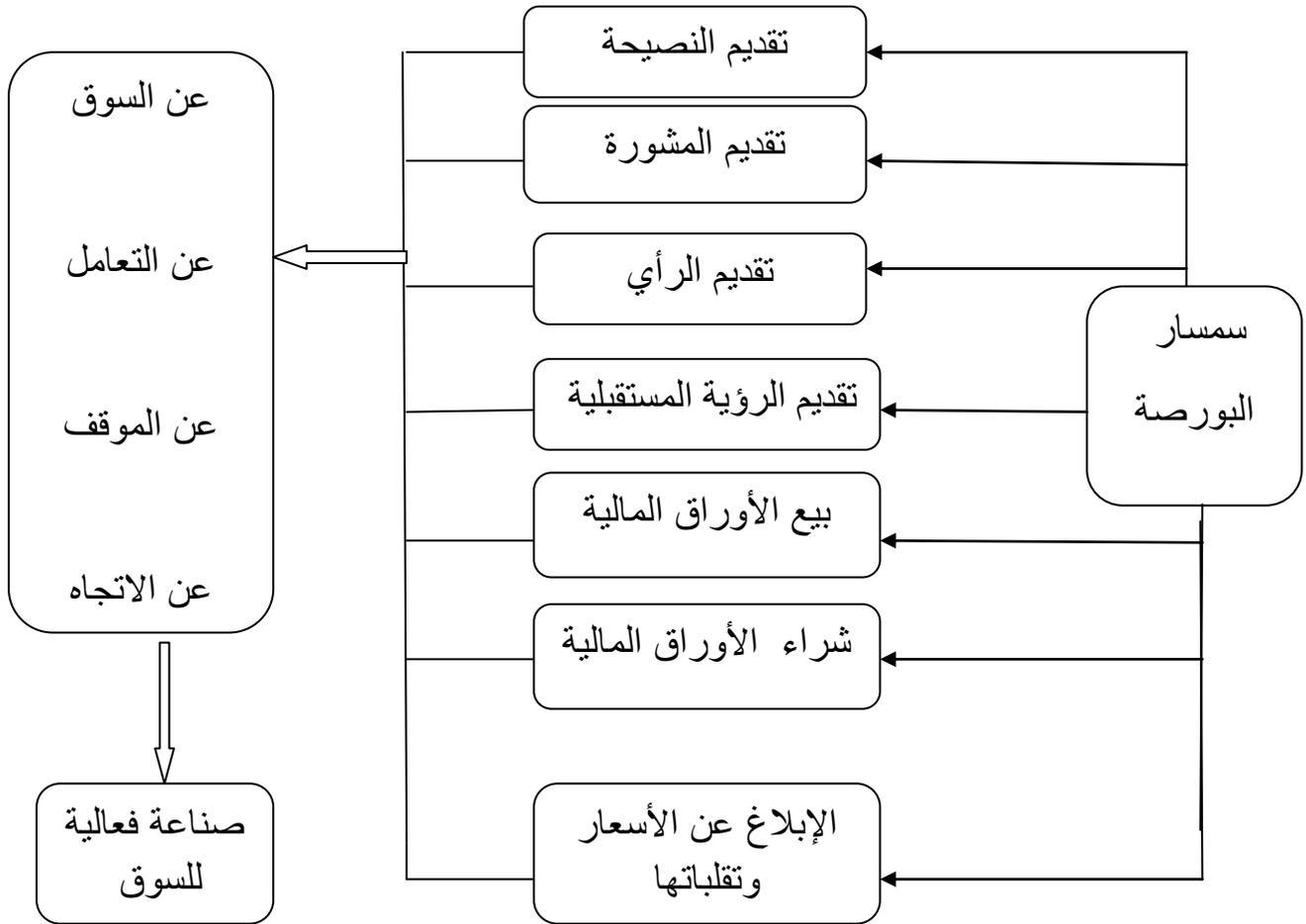
ومن أهم الخدمات التي يقدمها السماسرة :

-تحصيل كوبونات الأوراق .

-الاكتتاب نيابة عن العملاء في الأوراق المالية الجديدة.

-تخفيض تكاليف التعامل في الأصول المالية سواء من ناحية حجم العمليات أو عدد المرات التي تكرر فيها.

الشكل رقم (02): مجموعة الخدمات التي يقدمها السمسار في بورصة الأوراق المالية .



¹-أحمد محي الدين أحمد، مرجع السابق، 1995، ص : 328-332.

- المصدر⁽¹⁾: محسن أحمد الحضري: كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ، ايترك للنشر والتوزيع ، القاهرة ، الطبعة الثانية، 1999، ص:56.

2-2- صناديق الاستثمار:

تعمل هذه الصناديق على تجميع الادخار الفردي وتصدر في مقابلة وثائق استثمارية ثم تعيد توظيفها في أوراق مالية سواء في سوق الإصدار أو سوق التداول عن طريق السماسرة و تؤدي دورا هاما على مستوى كلتا السوقين. وتقوم صناديق الاستثمار بمجموعة من الأعمال هي:

-تجميع مدخرات الصغيرة التي يمتلكها صغار المدخرين في شكل استثمار مشترك لتشكيل قوة مالية قادرة على المضاربة في الأسواق المالية .

-تشكيل رأس المال كافي للدخول إلى الأسواق المالية حيث يتطلب تأسيس أي مؤسسة رأسمال كبيرة وبالتالي يساهم تجميع هذه المدخرات في تشكيل رأسمال يساعد الصندوق على ممارسة نشاط المضاربة في سوق المال⁽²⁾.
-تشكيل محافظ استثمارية متنوعة من الأسهم والسندات والأوراق المالية التي تستطيع أن تستطيع أن تدر للمؤسسة الأرباح وتجنبها مخاطر الإفلاس.

2-3- المحكمون والمراقبون:

إذا كانت طبيعة التعامل بين العارضين والطالبيين والتوفيق بين رغباتهم المتعارضة وتنفيذ أوامهم تحتاج إلى سماسرة فإن وظيفة سوق رأس المال لا تتمثل في إتمام العمليات فقط ، بل تعمل على نظامية العمليات وشرعيتها والرقابة على السوق لمنح الانحرافات والاطمئنان على سلامة العملية والتأكد من أن السعر المتفق عليه يمثل السعر العادل، ولأجل ذلك يكون لكل سوق رأسمالية مجلس إدارة ومحكمين توكل إليهم وظيفة التنظيم والشمين والمعلومات والرقابة⁽³⁾.

3- الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية:

تمثل الأوراق المالية السلعة التي يتم تداولها بيعا وشراء في سوق الأوراق المالية، والتحول المعاصر بأشكاله كافة يركز على الأوراق المالية بسبب خصائصها ومرونة التعامل بها ما بين وحدات العجز ووحدات الفائض . وقد عرفت بأنها "قيم منقولة تصدر من قبل أشخاص معنويين، سواء عموميين (الدولة،السلطة الولائية، المحلية) أو مؤسسات خاصة ، وينتج عنه دين على عاتق تلك الهيئة المصدرة أو مشاركة في الملكية"⁴.

¹- محسن أحمد الحضري: كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ، ايترك للنشر والتوزيع ، القاهرة ، الطبعة الثانية، 1999، ص:56.

²-علي كنعان، مرجع سابق،2006،ص:54،

³-مصطفى رشدي شيحة، مرجع سابق،1998،ص:531

⁴-محفوظ جبار ، مرجع سابق ،ص:5.

2-4- الأوراق المالية التي تمثل ملكية المؤسسة:

وتتمثل أساسا في الأسهم العادية والممتازة بمختلف أنواعها :

3-1-1- الأسهم العادية :

تمثل صك ملكية في جزء من رأس مال مؤسسات المساهمة أو مؤسسات التوصية بالأسهم ويوضح كل صك اسم المؤسسة المصدرة ، نوع الأسهم ورقمه وعدد الأسهم.

3-1-1-1- التحديث في الأسهم العادية :

توجد عدة معايير لتصنيف الأسهم العادية سواء حسب استفادة جملتها من الأرباح أو حسب حقهم في التصويت مثلا ، وعلى هذا الأساس هناك أسهم لها حق أكثر في التصويت وليس لها أولوية عند توزيع الأرباح وبالمقابل هناك نوع آخر من الأسهم أولوية في الأرباح وليس لها ثقل في التصويت¹ .

أما الأسهم الاسمية فهي المسجلة في مسجلات المؤسسة ولا يمكن تداولها إلا بعد موافقتها،عكس الأسهم لحاملها فهي غير مسماة ويتم تداولها إلا بحرية دون الرجوع للمؤسسة المصدرة ،وإذا اعتبرنا نوع الحصة في رأس المال نجد الأسهم النقدية (تمثل حصة نقدية من رأس مال المؤسسة) والأسهم العينية (تمثل حصة عينية من رأس مال المؤسسة)،إلا جانب الاسهم العادية التقليدية حفزت التغيرات التكنولوجية والإجراءات التنظيمية ومستويات المنافسة العالية علي ظهور اشكال محدثة للأسهم العادية من بينها²:

-الاسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

هي اسهم تصدرها المؤسسات،حيث ترتبط توزيعات هذه الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم إنتاجي معين بالمؤسسة،علي سبيل المثال اصدار مؤسسة جنرال موتورز أسهم اطلق عليها الفئة E. حيث ربطت المؤسسة التوزيعات التي تحصل عليها هذه الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم نظام المعلومات الالكترونية للمؤسسة.

-الاسهم العادية المضمونة:

تتميز السندات المقارنة بالأسهم العادية يتمتع حاملها بحق الرجوع إلى جهة الإصدار والحصول على القيمة الاسمية(عند موعد الاستحقاق) وهو حق لا يملكه حامل الاسهم العادية.

-الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة :

¹ -محفوظ جبار ، مرجع سابق ، 2002، ص:14.

² - صلاح السيدة جودة ، مرجع سابق ، 2000، ص:247-248.

- محمد صلاح الحناوي- جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق ، 2002، ص:35.

تسمح تشريعات بعض الدول ومنها الولايات المتحدة الأمريكية للمؤسسات التي تباع حصة أسهمها العادية إلى العاملين بها خصم التوزيعات لهذه من الإيراد من قبل الفائدة والضريبة ، ويمكن استخدام هذه الفكرة في زيادة مشاركة العاملين في ملكية مؤسسات قطاع الأعمال العام .

- الأسهم العادية القابلة للبيع مرة ثانية للمؤسسة المصدرة :

وتعني أن المستثمر الذي يشتري أسهما جديدة معروضة في السوق الأولية يتسل مع هذا الشراء حق بيع هذه الأسهم مرة ثانية للمؤسسة التي أصدرتها ، فإذا زاد سعر السهم عن سعر العرض في السوق الأولية فإن المستثمر لا يستعمل خاصية إعادة البيع هذه المؤسسة ، أما إذا كان سعر السهم في السوق الثانوية منخفضا ولم يحقق المرجو منه فإن خاصية إعادة البيع هذه توفر الحماية الكافية للمستثمر من مخاطر هبوط سعر السهم ، وتحافظ في نفس الوقت على احتمالات ارتفاع سعره .

3-1-1-2 - خصائص الأسهم العادية :

تتميز الأسهم العادية بمجموعة من الخصائص منها⁽¹⁾

- عدد الأسهم العادية محدد في القانون الأساسي لمؤسسة المساهمة .
- الأسهم العادية أسهل من السندات من حيث التوظيف لكن أسهل من حيث التحليل كما أن السند العادي غير محدودة الأرباح عكس السندات
- لا تلتزم المؤسسة بدفع أرباح بعد توزيع عوائد الأوراق المالية ذات الدخل الثابت وكذا عوائد الأسهم الممتازة
- تعتبر الأسهم العادية وسيلة تمويل طويلة الأجل لأن صاحب السهم يعتبر بمثابة المالك ولا يستطيع المطالبة برد قيمة السهم
- تعتبر الأسهم حق من حقوق الملكية وهي تمثل ضمانا للدائن .
- ومن جهة ثانية كلما انخفضت مديونية المؤسسة مقابل الأسهم وحقوق الملكية كلما ازدادت الثقة بالمؤسسة و العكس، أي كلما ازداد حجم الديون مقارنة بالأسهم ضعفت ثقة المؤسسة .

3-1-1-3 - حقوق المساهمين العاديين⁽²⁾ :

¹- جبار محفوظ، مرجع سابق، 2002، ص:9-14.

²- محمود محمد الداغر، مرجع سابق، 2005، ص:90-91.

علي كنعان، مرجع سابق، 2006، ص: 32.

كون السهم يتيح لحامله حقا في ملكية المؤسسة ، فضلا عن دخلها المتدفق من النشاط بشكل التوزيعات ، فإنه يتحمل مخاطر النشاط الانتاجي للمؤسسة لذلك لا يحق له الرجوع على جهة الإصدار لاسترداد قيمة الأسهم ، لكن حق حامل السهم في بيع اسمه أو التنازل عنها ممكن ، فضلا عن حصته في أموال التصفية ، كذلك له الحق التوزيعات عند إقرارها وتزداد حقوقه بمقدار مسؤولية المقررة في حصته من رأس المال، ولحامل السهم أيضا الحق في التصويت في الجمعيات بنسبة ما يمتلكه من السهم .

إضافة إلى حق الاكتتاب الجديد عند رغبة المؤسسة في التوسع وزيادة رأس المال (يطلق على ذلك حق الأولوية في الاكتتاب)، كما يحق لحامل السهم أيضا حضور الجمعيات العامة للمساهمين والإطلاع على دفاتر المؤسسة، الحق في الأصول وموجودات المؤسسة بعد التصفية .

3-1-2 - الأسهم المؤجلة⁽¹⁾ .

وهي التي تعطي عادة للمؤسسين ولمن يقومون بترويج الأسهم الجديدة للشركة عند إنشائها، وتسمى مؤجلة لأنها لا تستحق نصيبا من الأرباح الموزعة قبل سداد حامل الأسهم بنسبة معينة من رأس المال .

3-1-3 - الأسهم الممتازة⁽²⁾

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية وإن كانت تختلف عن الملكية التي تنشئ عن السهم العادي ، وله قيمة اسمية ودفترية وسوقية ، شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة، كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الاسهم

المصدرة، وليس لصاحب الاسهم الممتازة نصيب في الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي قد تظهر في الميوانية العمومية.

3-1-3-1 - خصائص الاسهم الممتازة⁽³⁾ .

يمكن تمييز نوعين من الخصائص، خصائص أساسية تشترك بها جميع الأسهم الممتازة بغض النظر عن جهة المصدرة وخصائص إضافية إلزاميتها ، تخضع لنظام الجهة المصدرة للسهم الممتازة .

• **الخصائص الأساسية للسهم الممتاز.** تتمثل الخصائص الأساسية للأسهم الممتازة في :

- تصدر قيمة الاسهم الممتازة بقيمة اسمية وهي قيمة ملزمة على أساسها يحسب مقسوم الأرباح الممتازة، وليس هناك قيمة اسمية محددة، إذ لا يصدر السهم الممتاز بفتات .

¹ - شعبان محمد إسلام البراوي ، مرجع سابق، 2001، ص:92.

² - أحمد بوراس ، مرجع سابق، 2002-2003، ص: 15-17.

³ - أرشد فؤاد تميمي وأسامة عزمي سلام ، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة ، دار المسيرة، عمان ، 2004، ص: 66-68.

محفوظ جبار مرجع سابق، 2002، ص: 25-28.

- للسهم الممتاز الأسبقية في موجودات الجهة المصدرة له، عند التصفية قبل حملة الأسهم العادية.
- يعتبر السهم الممتاز من أدوات الملكية، فليس له تاريخ استحقاق معين إلا إذا تضمن شروط إضافية مثل الاستدعاء والإطفاء.

● **الخصائص الإضافية للسهم الممتاز.** إضافة للخصائص الأساسية هناك جملة من الخصائص الإضافية يمكن تلخيصها في:

- **حق التصويت.** معظم الأسهم الممتازة لا تتمتع بحق التصويت في مجلس الإدارة، لكن قد يعطي مثل هذا الحق في حالة تراكم مقسوم الأرباح .
- **الإطفاء.** بعض الشركات تخصص مبالغ دورية تسمى صناديق الإطفاء لغرض استهلاك السهم، وقد يكون الإطفاء إما بسعر السوق أو بسعر استدعاء محدد مسبقاً.
- **الاستدعاء.** يعطي الحق للجهة المصدرة لاستدعاء السهم الممتاز بعلاوة عن القيمة الاسمية تسمى علاوة الاستدعاء بسعر السوق، كما تحدد مدة زمنية للاستدعاء.
- **التحويل.** يقصد به تحويل السهم الممتاز إلى سهم عادي بغرض تبسيط هيكل رأس المال وتخفيض تكلفته.

3-1-2-3- أنواع الأسهم الممتازة .

تصدر مؤسسة المساهمة عدة أنواع من الأسهم الممتازة⁽¹⁾ :

- أسهم ممتازة من ناحية الدخل ومجموعة للأرباح .
- الأسهم الممتازة من ناحية الأصول .
- الأسهم الممتازة من ناحية حق التصويت .
- أسهم ممتازة من ناحية حق التحويل .
- الأسهم المضمونة .
- أسهم قابلة للسداد .

3-3-1-3- التحديث في الأسهم الممتازة.⁽²⁾

ظهرت بعض الاتجاهات الحديثة بشأن إصدار الأسهم الممتازة حيث ظهرت بعض أنواع الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة أو التي تعطي لحاملها حق في التصويت في مجلس إدارة المؤسسة .

-**الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة.** وتعطي لحاملها الحق في الحصول على عائد كل ثلاثة أشهر حيث يتغير هذا العائد وفقاً للتغيرات التي تطرأ على معدل الفائدة على السندات الحكومية .

¹-علي كنعان ، مرجع سابق، 2006، ص:33.

²- محمد صالح الخناوي- جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، 2002، ص: 43-44.

- الأسهم الممتازة التي لها حق في التصويت. تعطى لحامل الحق في التصويت في مجلس الإدارة وذلك كنوع من التعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للأسهم المضمونة التي يمتلكونها عن حد معين .

3-2-2- الاوراق المالية التي تمثل مديونية المؤسسة .

وتتمثل هذه الأوراق أساسا في السندات، وتعتبر أدوات المديونية مصدرا من مصادر التمويل المقترض، تلجأ إليها المؤسسة والحكومات لسد احتياجاتها المالية الكبيرة، التي لا يمكن تمويلها م قبل جهة واحدة.

3-2-1- تعريف السندات (1)

السندات تمثل دينا على جهة المصدرة سواء كانت شركة أو حكومة، وعندما يشتري مستثمر ما سندا فهو بذلك يكون قد وافق على اقتراض مبلغ معين من المال الإحدى الشركات أو الحكومة، وفي مقابل ذلك يوافق المصدر على رد هذا المبلغ عند حلول موعد محدد يسمى تاريخ الاستحقاق، مع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ الاستحقاق.

3-2-2- خصائص السندات (2)

- من حيث المخاطر. تعتبر السندات أقل من الأوراق المالية مخاطرة لأنها توفر لحاملها الحق في الحصول على حقه قبل حملة الأسهم في حالات التصفية .

- من حيث الدخل. يوفر السند لحامله دخل مستقر يتمثل بسعر الفائدة، سواء حققت الشركة أرباحا أم لم تحقق.

- من حيث الرقابة. لا يتدخل صاحب السند بالشؤون الإدارية للمؤسسة ولا يحق له الترشح والانتخاب.

- من الناحية المالية. يعتبر السند قرض قصير او متوسط أو طويل الأجل حسب نوعه وبالتالي يحصل صاحبه على فائدة فقط، وعادة ما تحمل على حساب الأرباح والخسائر وبالتالي تخفض من الأرباح قبل الضريبة أي أنها ذات التكلفة أقل من الأسهم.

3-2-3- أنواع السندات.

يمكن التمييز بين أنواع السندات منها (3)

¹ - أرشد فؤائد تميمي وأسامة عزمي سلام ، مرجع سابق، 2004، ص:86

² - نفس مرجع سابق ،ص: 87-89.

علي كنعان ، نفس مرجع سابق، 2006، ص: 34.

³ - شمعون شمعون، البورصة الجزائرية، أطلس للنشر ، الجزائر ، الطبعة الأولى، 1993، ص: 26.

محفوظ جبار، مرجع سابق، 2002، ص: 50-69.

- السندات التقليدية. تمثل الشكل البسيط للمنتجات المالية التي تمثل ديناً على الجهة المصدرة، وكل ما قبل عن السندات فيما سبق ينطبق عليها.
- **سندات مضمونة.** أي مرهونة بأصول معينة كالأراضي والمباني والتجهيزات، فعند تصفية المؤسسة المصدرة أو عدم وفائها بالتزاماتها اتجاه أصحاب السندات فإنهم نظرياً يستطيعون التصرف بهذه الأصول واستفاء أصولهم .
- **سندات غير مضمونة.** الضمانات الفعلية لهذه السندات هي أصول المؤسسة المصدرة ومركزها المالي (قدرتها على مواجهة التزاماتها اتجاه دانيها).
- **السندات التي لا تحمل معدل كوبون (zero coupon).** هي سندات تباع بخخص على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق لذلك فهذا النوع ليس له كوبون.
- **سندات ذات معدل الفائدة متغير.** هي سندات لا يحق لحاملها الحصول على فوائد متغيرة وفقاً لمعدلات الفائدة السائدة في السوق، حيث تتميز هذه السندات بإعادة النظر في المعدل الفائدة لها كل ستة.
- **السندات ذات الدخل.** وهي سندات تحصل على نسبة معينة من الدخل المؤسسة وبالتالي ليس من حق حامل السند مطالبة المؤسسة بالفوائد في السنوات التي لا تحقق فيها المؤسسة أرباح.
- **السندات الرديئة (المنخفضة الجودة).** يتم إصدار هذا النوع من السندات لمساعدة أعضاء المجلس الإدارة في امتلاك حصة كبيرة من رأس المال المؤسسة عن طريق إصدار قروض تستخدم حصيلتها في شراء الأسهم المتداولة في المؤسسة.
- **سندات المشاركة.** هي نوع من السندات يعطي لحامله الحق في الحصول على فوائد مقررة بالإضافة إلى المشاركة في جزء من أرباح المؤسسة.
- **السندات الحكومية (الربوع).** تصدر من طرف الحكومات لتمويل مشاريع ذات منفعة اجتماعية ولتغطية العجز في الميزانية أو لتخفيض معدل التضخم ولا يمكن للمؤسسات الخاصة إصدار هذا النوع من السندات وتنقسم السندات الحكومية إلى السندات التي تصدرها الحكومة الفدرالية والسندات التي تصدرها الحكومات المحلية.

3-3- الأوراق المالية التي تجمع بين الملكية والدين .

تجمع هذه الأوراق بين خصائص الأسهم والسندات التي ثم تناولها فيما سبق، ومن هذه الأوراق⁽¹⁾:

¹ - محفوظ جبار، مرجع سابق، 2002، ص 81-86.

- أوراق المساهمة. هي قيم قابلة للتداول تصد من قبل مؤسسات المساهمة، تحمل قيمة اسمية وليس لحاملها الحق في التصويت وكونها هجينة فإن دخلها يتكون من جزئين، جزء ثابت وآخر متغير.

- السندات بقسيمات الاكتتاب في الأسهم.

Obligations à Bons Souscription aux Actions (obsa) ، يمنح هذا النوع من الأوراق المالية لصاحبه الحق بالاكتتاب في أسهم المؤسسة المعنية، حيث ان تسليم (او دفع) إحدى القسيمات المرفقة بالسند يمكنه من الاكتتاب في سهم او أكثر بسعر محدد وفي فترة معينة مسبقا، فحامل هذه السندات بالإضافة إلى احتفاظه بصفته كدائن بإمكانه أن يصبح مساهما في فترة قادمة.

- شهادات الاستثمار . يتمتع أصحابها بنفس حقوق حملة الأسهم العادية عدا حق التصويت فيمكن اعتبار هذه الشهادات كجزء من السهم والجزء الآخر يتمثل في شهادات حقوق التصويت التي لا يمكن لحامله شهادات الاستثمار امتلاكها ، كما لا يمكن التنازل عن شهادات حقوق التصويت إلا إذا كانت مرفقة بشهادات الاستثمار.

3-4- المشتقات المالية :

وتعد من المستحدثات في الأصول المالية، نتيجة الرغبة في تعظيم العائد فضلا عن تقليل المخاطرة، والمشتقات عقود تشتق قيمتها من الأصول المالية (الأسهم، السندات ، وكذا السلع والعملات الأجنبية) ، وباختصار المشتقات المالية هي عقود تجري تسويتها في تاريخ مستقبلي يتحمل المتعامل بها تكلفة فضلا عن ذلك تتوقف المكاسب أو الخسائر للأطراف المشتقة على الأصل المالي محل التعاقد⁽¹⁾.

3-4-1- الخيارات.

قبل التعرض لمعايير تقسيم الخيارات يجب تعريفها

3-4-1-1- تعريف الخيارات.

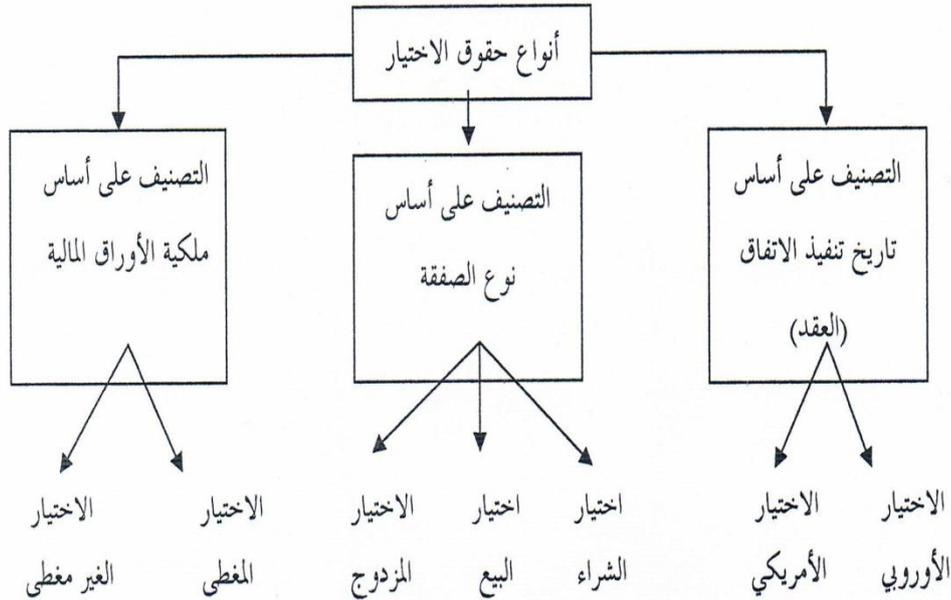
تمثل ورقة مالية ذات سمة خاصة ، يعطي هذا العقد لحامله الحق في الشراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة بسعر متفق عليه مسبقا. ويضمن عقد الاختيار الحق لحامله بشراء أو بيع عدد من الأدوات المالية بسعر محدد وبفترة محددة، وتحرر الخيارات من قبل طرف ثالث (متعهد الاصدار) والجهة المصدرة للسهم العادي ذي العلاقة بعقد الخيار لا يترتب عليها أية التزامات، فطرفي العقد هما المستثمر والمتعهد.

3-4-1-2- معايير تقسيم الخيارات.

¹ - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، 2005، ص:124-125.

ويمكن تقسيم الخيارات وفق عدة معايير، كما يبين الشكل الآتي:

شكل رقم (3): أنواع عقود الخيار



- معيار تاريخ التنفيذ، حسب هذا المعيار نتميز اختياريين

اختيار الأمريكي والذي يمكن تنفيذه أي إمكانية شراء الأوراق المالية او السلع المتفق عليها في اية لحظة شاء المشتري ذلك حتى وإن كانت قبل التاريخ استحقاق الاختيار، أما الثاني فيعرف بالاختيار الأوروبي الذي لا يمكن تنفيذه إلا في التاريخ المحدد لذلك والمتفق عليه بين الطرفين (تاريخ الاستحقاق) .

- معيار ملكية الأوراق المالية ، حسب هذا المعيار يتم التمييز بين الاختيار المغطى والاختيار الغير المغطى ، فالاختيار المغطى هو حق اختيار شراء يكون فيه أحد الطرفين العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد

بشأنها، أما الغير مغطى فهو حق اختيار شراء أو بيع او هما معا ، لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

- معيار نوع الصفقة (طبيعة العقد)، طبقا لهذا المعيار هناك ثلاث أنواع أساسية من الاختيارات هي اختيار الشراء ، اختيار البيع والاختيار المزدوج.

3-4-1-2-1- اختيار الشراء

وهو خيار يعطي الحق لحامله بشراء عدد محدد من الأوراق المالية ، بسعر محدد عادة ما يكون السعر الجاري في تاريخ إبرام العقد ، وذلك خلال مدة محددة مسبقا⁽¹⁾ .

إذا توقع المستثمر ارتفاع القمة السوقية للورقة المالية التي يرغب في شراءها مستقبلا، ولتجنب مخاطر هذا الارتفاع في القيمة يتعاقد مع طرف آخر يكون مستعدا لبيع تلك الورقة المالية خلال نفس الفترة بالسعر الجاري مقابل مكافأة يدفعها المستثمر (مشتري الاختيار)، فإذا ارتفعت القيمة السوقية للورقة المالية في أو مقابل تاريخ الاستحقاق (بالنسبة للاختيار الأمريكي) أو في تاريخ الاستحقاق تحديدا (بالنسبة للاختيار الأوروبي) هنا، يطلب المستثمر من محرر العقد أن يبيعه الأوراق المالية المتفق عليها بالسعر المتفق عليه، ويكون المستثمر قد حقق ربحا صافيا يتمثل في الفرق بين المكافأة التي دفعها والزيادة في سعر السهم.

أما إذا لم تتحقق توقعات المستثمر وانخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية، فإنه لن يطلب تنفيذ الاتفاق بل سيفضل شراء الورقة من السوق بالسعر السائد منه خسائره منحصرة في مكافأة المدفوعة.

3-4-1-2-2- اختيار البيع⁽²⁾ .

هي عقود تعطي الحق لحاملها ببيع من عدد من الأوراق المالية إلى محرر الخيار (الجهة المصدرة للورقة مثلا)، والذي يكون ملزما بتنفيذ الاتفاق إذا ما انخفضت أسعار الأوراق المالية (محل الاتفاق خلال فترة العقد) عن سعر التنفيذ، وذلك مقابل مكافأة يدفعها مشتري الق لمحرر الحق . ويتيح اختيار البيع فرصة للمستثمر لحماية استثمارته من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لها، ويلاحظ أن المشتري حق اختيار البيع بتوقع انخفاض أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها. فإذا ما تحققت توقعاته فإنه سوف يمارس حقه في البيع لمحرر العقد المتفق عليه ، أما في حالة ما إذا لم تتحقق توقعاته وارتفعت قيمة الأوراق المالية فإنه يمارس حقه في عدم تنفيذ العقد ويفضل بيع الأوراق المالية عليها في السوق .

¹ - أرشد فؤاد تميمي ، أسامة عزمي ، مرجع سابق، 2004، ص: 72.

² - محمد صالح الحناوي وجمال العبد، مرجع سابق، 2002، ص: 262-268.

3-4-1-2-3- الاختيار المزدوج

هو الاختيار في أول قبل تاريخ استحقاقه يسمح للمستثمر بشراء أو بيع كمية متفق عليها من الأوراق المالية بسعر محدد مسبقا وبتكلفة مساوية لضعف تكلفة الاختيار العادي، هنا يحدد سعر شراء أكبر وسعر بيع اصغر من سعر السوق في تاريخ إبرام العقد.

فإذا ارتفعت الأسعار عن السعر المتفق عليه يتقدم المستثمر كمشتري وإذا انخفضت الأسعار يتقدم كبايع للأصل المتفق عليه وبالتالي سوف يحقق أرباحا في كلا الحالتين في حين خسائره محدودة بمقدار المكافأة التي قدمها لبائع الاختيار في حالة استقرار الأسعار.

3-5- العقود الآجلة⁽¹⁾

عبارة عن أسواق يتم التعامل فيها ببيع وشراء أدوات معينة (عملات، ذهب، فضة) بسعر آني يتفق عليه على أن يتم التسليم في وقت لاحق.

لقد أنشئت أسواق العقود الآجلة بهدف التحوط من المخاطر العملات الأجنبية وكثيرا ما تلجأ إليها المؤسسات المتعددة الجنسيات التي تتعامل بعملات متعددة ومنتشرة في بلدان مختلفة بغية تجنب أخطار التغير في اسعار هذه العملات.

3-6- المستقبليات.

يشير مصطلح العقود المستقبلية إلى تعاقد يتم بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري وبغرض تسليم سلعة أو أصل ما في تاريخ لاحق بسعر معين ، على أن يتم تسليم السلعة أو الاصل المحقق عليه ودفع الثمن في هذا التاريخ اللاحق، ويعد التغلب على عدم التأكد وتخفيض المخاطر من أهم الأسباب التي تدفع الأفراد إلى تحرير مثل تلك العقود⁽²⁾.

وتختلف العقود المستقبلية عن العقود الآجلة في كونها تتمتع بمخاطر سيولة أقل إضافة إلى انخفاض مخاطر الائتمان أو عجز السداد للالتزامات مقارنة بالعقود الآجلة لأن إبرام العقد المستقبلية يستدعي إيداع ضمان لدى السمسار الذي يتم التعامل من خلاله⁽³⁾.

وتختلف عقود المستقبليات عن العقود الخيارات بموجب التزام طرفي العقد بتنفيذ الاتفاق بالنهاية بينما عقود الاختيار تعطي الحق وليس الإلزام لا مشتري الخيار.

¹ - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، 2005، ص: 77.

² - نفس مرجع أعلاه، ص: 363.

³ - نفس مرجع أعلاه، ص: 135.

وهناك العديد من أنواع المستقبليات فنجد مثلا عقود المستقبليات المالية من عقود مستقبليات المحاصيل الزراعية، عقود العملات الأجنبية.....

المطلب الثالث: التكيف الفقهي للأدوات المالية المتعامل بها في أسواق الأوراق المالية و الأدوات المالية الإسلامية :

الحالة الراهنة لأسواق الأوراق المالية ليست النموذج المحقق لأهداف تنمية المال واستثماره من الوجهة الإسلامية، حيث تعقد فيها ملايين الصفقات المحظورة شرعا وتنتشر فيها المقامرة واستغلال أموال الناس بالباطل، وقواعدها التنظيمية تعزز احتكار المؤسسات الكبيرة و كبار المستثمرين وتمهل المستثمرين الصغار، إضافة إلى أن جزء مهم من عمليات التداول قائم على الاحتكار، المقامرة و الغرور.

لهذا لا بد من توضيح مدى تكيف ما تصدره و تتداوله أسواق الأوراق المالية من أدوات مع مبادئ الفقه الإسلامي، وتقديم بديل إسلامي بطرح أدوات مالية إسلامية.

الفرع الأول: التكيف الفقهي للأدوات المالية المتعامل بها في أسواق الأوراق المالية

تطرق المبحث السابق لأساسيات الأوراق المالية و مختلف الوظائف، الأطراف و الأدوات المالية المتداولة فيها و من خلال هذا المطلب يتم دراسة رأي الفقه الإسلامي في إصدار و تداول هذه الأوراق التي تصنف إلى:

1- الأوراق المالية التي تمثل ملكية المؤسسة

تتمثل أساسا في الأسهم التي يعد إصدارها أمرا جائزا شرعا على كلا المعنيين، لا مانع في الشريعة الإسلامية من تجزئة رأس مال المؤسسة، إلى أجزاء أو أكثر من هذه الأجزاء التي سميت بالأسهم⁽¹⁾ وهي ثلاثة أنواع:

1-1- الأسهم العادية

وهي التي تتساوى في قيمتها و تعطي أصحابها حقوقا متساوية،⁽²⁾ وهذه الأسهم جائزة شرعا ما دامت الشركة المصدرة لها تتعامل بما يتوافق مع الفقه الإسلامي،⁽³⁾ هذا من جهة لكن من جهة أخرى هناك مؤسسات وفقا للقوانين الوضعية تصدر أسهمها متفاوتة في الحقوق، كحق التصويت أو توزيع الأرباح.

(1) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، 1995، ص: 171

(2) - أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية أحكامها و ضوابطها في الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر و التوزيع، الأردن 2007، ص: 110.

(3) - شوقي جباري، بورصة القيم المتداولة من منظور قيمي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، 2004-2005، ص: 200.

وهناك أسهم عادية ضامنة لها طرف ثالث(حكومة مثلا أو مؤسسة أخرى)يضمن لها حد أدنى من الأرباح الموزعة، فالأسهم المتفاوتة في الحقوق لا تجوز شرعا، وذلك لأن الأصل هو عدم التفاوت في الحقوق بين الأسهم إلا بمقدار عددها ما دامت متساوية.⁽⁴⁾

-**الأسهم الاسمية**، وهي المكتوبة على الصك (الصك يمثل وثيقة لإثبات المشاركة بقدر في رأس مال المؤسسة)وهذه القيمة هي حصة الشريك في رأس مال المؤسسة حسب ما يفرضه الفقه الإسلامي، لأن الأرباح توزع بناء على القيمة الاسمية للسهم، فيحدد بها ما يستحقه كل مساهم من الأرباح، لأنه لا يجوز شرعا أن يتساوى الشركاء في الربح مع تفاوتهم في رأس المال.⁽¹⁾

-**الأسهم لحاملها**، في هذا النوع يوجد رأيين، الأول يرى هذا النوع لا يصح إصداره و تداوله شرعا لجهالة صاحبها، التي تؤدي إلى النزاع و الخصومة وإضاعة الحقوق، ووقوع الضرر على من اشتراها، لاحتمال سرقتها أو اغتصابها، ثم إن جهالة صاحبها يجعلها في يد فاقد الأهلية الذي لا يجوز اشتراكه بنفسه. حيث يشترط على العموم أن يكون الشركاء عاقلين و متميزين.⁽²⁾

أما الثاني فهو عبارة عن قرار صادر من مجمع الفقه الإسلامي في المؤتمر السابع المنعقد في جدة في الفترة بين 9 إلى 14 مايو 1992 (القرار رقم 7/1/64 المتعلق بالأسواق المالية)،فحسب هذا القرار لا مانع شرعا من تداول هذه الأسهم، ما دام البيع حصة شائعة في موجودات المؤسسة وأن شهادة السهم هي الوثيقة لإثبات حقه في الحصة. أما إذا كان نوع الحصة في رأس المال هناك:

-**الأسهم النقدية**، هي التي يدفع المساهم قيمتها نقدا، و الأصل في المؤسسة في الفقه الإسلامي أن تكون حصة كل شريك نقدية حيث أجمع الفقهاء على جواز الشركة بالأثمان المطلقة التي لا تتعين بالتعيين في المفاوضات كالتقديين.

"ويعتبر الورق النقدي نقدا قائما بذاته كقيام النقدية في الذهب و الفضة وغيرها من الأثمان و يجوز جعله رأس مال في بيع السلم و المؤسسات".⁽³⁾

-**الأسهم العينية**، يعبر الفقهاء عن الاشتراك بالحصة العينية بالعروض ولقد اختلفوا في جواز ذلك ويكن تلخيصها في ثلاث آراء:

⁽⁴⁾—شعبان محمد إسلام البراوي، مرجع سابق، 2001، ص92.

⁽¹⁾—عبد الأول عابدين محمد بسويوني، مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة: دراسة فقهية مقارنة، دار الفكر

الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص9.

⁽²⁾—شعبان محمد إسلام البراوي، مرجع سابق، 2001، ص:91.

⁽³⁾—أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، 1995، ص:177.

- ذهب المالكية إلى أنه يصح الاشتراك بالعروض المقدمة.
- أما حسب الأحناف، لا تصح الشركة بالعروض مطلقا. (لأن الربح و الخسارة في العروض قد تظهر قبل التصرف فيها، يفضي ذلك إلى التنازع).
- ويرى الشافعية أنه " تصح الشركة في المثليات من العروض (كالخبوب و الدهان) وذلك لأن المثلي إذا اختلط بجنسه ارتفع معه التمييز فأشبهه بالنقديين".
- وعليه فيجوز تقديم الحصة عينية طالما يمكن معاينتها وتقويمها تقويما صحيحا في صورة نقدية وعندما تؤول الحصص العينية إلى حصص نقدية.⁽⁴⁾

1-2- الأسهم المؤجلة

- هذه الأسهم غر جائزة شرعا هي تتمثل في:⁽⁵⁾
- أن يعطي المساهم قيمة من القيمة الاسمية أقل من القيمة الحقيقية.
- التصفية الجزئية المستمرة بإعطاء كل من المساهمين نسبة معينة من قيمة أسهمهم بالتساوي وحسب عدد الأسهم.
- اقتطاع مبلغ من أرباح المؤسسة سنويا وإيداعه باسم المساهمين، إلى أن يبلغ قيمة الأسهم جميعا إلى حين انتهاء المؤسسة أو انتهاء امتيازاتها فيأخذونه.

1-3- الأسهم الممتازة

- هذا النوع لا يجوز إصداره لتضمنه الربا و لمخالفته لمبادئ الشريعة وقد صدر قرار من المجمع الفقهي بخصوص الأسهم الممتازة و نصه "لا يجوز إصدار أسهم ممتازة، لها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان رأس المال أو ضمان قدر من الربح أو تقديمها عند التصفية، أو عند توزيع الأرباح. ويجوز إعطاء بعض الأسهم خصائص تتعلق بالأمور الإجرائية أو الإدارية".⁽¹⁾
- ويجوز تداول الأسهم الممتازة إلا في حالة استثناء، وهي حق الأولوية للمساهمين في الاكتتاب عند تقرير زيادة رأس المال على المساهمين الجدد، ذلك لأنهم أولى من غيرهم بأن تظل المؤسسة منحصرة فيهم، بل لا يصح إصدار أسهم جديدة إلا بموافقتهم،⁽²⁾ والغير الجائز منها شرعا:

(4)-نفس المرجع أعلاه، ص:178.

(5)-شعبان محمد إسلام البراوي، مرجع سابق، 2001، ص:92.

(1)-أحمد معجب العتيبي، مرجع سابق، 2007، ص:110.

(2)-شعبان محمد إسلام البراوي، مرجع سابق، 2001، ص:94.

- استيفاء بعض الأسهم فائدة سنوية محسوبة كنسبة مئوية من رأس المال المدفوع سواء رجحت المؤسسة أم خسرت مما يحيلها إلى السندات، وهذا الامتياز غير جائز بإجماع الفقهاء ، وذلك لأن الأسهم متساوية وليس لأصحاب الأسهم الممتازة زيادة مال أو عمل أو ضمان يستحقون به هذه الزيادة وجاء في المجموع "إذا شرط التفاضل في الربح و الخسارة مع تساوي مالين لم يصح العقد لأنه شرط ينافي مقتضى المؤسسة".
- امتياز يقضي بحق أصحاب الأسهم الممتازة في استرجاع قيمة أسهمهم بكاملها عند التصفية وقبل إجراء القسمة بين الشركاء وهو غير جائز لثلاثة أسباب: (3)
- قيام المؤسسة على المخاطرة أما ربح أو خسارة و ضمان لأصحاب هذه الأسهم حق استرجاع قيمتها منافيا لمعنى المؤسسة.
- خسارة المؤسسة تؤدي إلى خسارة أصحاب الأسهم العادية دون أصحاب الأسهم الممتازة وهو شرط غير صحيح في المذاهب الفقهية.
- المردودية سلبية على المؤسسة إضافة من ظلم وأكل أموال المساهمين بالباطل.
- منح امتياز أكثر من صوت في الجمعية العمومية لبعض الأسهم وهو امتياز غير شرعي لأنه يجب تساوي الشركاء في الحقوق منه تمتع الأسهم بحقوق توصية واحدة.
- أما بالنسبة لأنواع الأسهم الممتازة فإن الأسهم ذات حق التصويت المضاعف جائزة، الهدف من إجازة المشروع لذلك إيجاد آلية لمكافحة حملة الأسهم على وفائهم للمؤسسة باحترام مدة توظيف الاستثمار و هذا ما يميزهم عن المساهمين المضارين. (4)

1- الأوراق المالية التي تمثل مديونية المؤسسة

باستثناء سندات المقارضة الإسلامية التي قدمها الفكر الإسلامي بديلا لأدوات التمويل المعاصر، اعتبره احد صيغ عقود المضاربة الإسلامية، فإن كافة أنواع السندات التي تحمل فائدة ثابتة ومحددة سلفا و مقدارا أو متغيرة و

(3) - للمزيد يمكن الرجوع إلى:

- احمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، 1995، ص: 179-182.

- محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية: رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية 2006، ص 78-85.

(4) - عبد السلام فيغو، البورصة و الأسهم دراسة قانونية شرعية، جامعة محمد الخامس - كلية الحقوق - أكادال، مؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات آفاق وتحديات، الإمارات العربية، 2006، ص: 29-30.

لكنها لا ترتبط بنتيجة النشاط سلبا وإيجابا لا تخرج عن كونها عقد قرض اجتمعت فيه عناصر ربا الديون الثلاثة وهي الدين، الأجل وزيادة مشروط في الدين مقابل الأجل.¹

فالسند يعرف في الفقه على أنه صك يثبت دين المؤسسة أمام المقرض و يعرفه جانب آخر من الفقه على أنه: عقد اتفاق بين المؤسسة "المقترض" و المستثمر "المقرض" بمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغا معنيا إلى الطرف الأول، الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ و الفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة.⁽²⁾

وبالتالي فالسندات التي تمثل التزاما بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليها أو دفع مشروط محرمة شرعا من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول، لأنها قروض ربوية.⁽³⁾

كما تحرم السندات ذات الكوبون الصفري باعتبارها قروضا يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية، و يستفيد أصحابها من الفروق باعتبارها قروضا اشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين، أو لبعضهم لا على التعيين فضلا على شبهة القمار.⁽⁴⁾

وهناك من قال جواز بعض أنواع السندات:

- إباحة بعض أنواع السندات:⁽⁵⁾

- صورة من صور المضاربة.

- الفائدة التي يحصل عليها مالك الشهادات هي نوع من المكافآت أو هبة.

- شراء هذه الشهادات هو بنية مساعدة الدولة لا يقصد استغلال الفرد.

- وجود التراضي بين الطرفين تجعل المعاملة جائزة.

- جواز تحديد الفائدة أو الربح.

3- الأوراق المالية التي تجمع بين الملكية والدين

تمزج هذه الأوراق بين الأسهم والسندات بنسب مختلفة لكل ورقة وهذه الأوراق تختلف أحكامها الفقهية لاختلاف صفاتها منها .

- **أوراق المساهمة.** عبارة عن رؤوس أموال بعضها ديون عليها وأخرى ممتلكات لها وأخرى أدوات

⁽¹⁾-سمير عبد الحميد رضا، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها: دراسة مقارنة بين النظم الوضعية و أحكام الشريعة الإسلامية، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص: 6.

⁽²⁾-عبد الأول عابدين محمد بسيوني، مرجع سابق، 2007، ص: 18.

⁽³⁾-خالد محمود الزهار، رامي صالح عبده، نحو أسواق مالية إسلامية، المؤتمر العلمي الأول، الاستثمار و التمويل في فلسطين بين آفاق التنمية و التحديات المعاصرة المنعقدة بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية، 8-9 مايو 2005، ص: 6.

⁽⁴⁾- عبد الله بن محمد العمراني، السندات من منظور شرعي، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، 2006، ص ص 15-16.

⁽⁵⁾- أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، 1995 ص ص 210-222.

هجينة ، تداولها جائز بشرط معرفة أثمانها وأن يكون أصل الإشارك معلوم وحتى إن كان قسطا من الديون التي تكون على أصل المؤسسة فيجوز بيعها لأن الهدف منها الحصول على الأرباح واستمراريتها.

- شهادة الاستثمار. يجوز التعامل بها لأنها تحقق منفعة للأمة وللأفراد.

4-أنواع المشتقات المالية وموقف الإسلام منها.

تعد من أهم العوامل التي تؤدي إلى انهيار المؤسسات والسبب الرئيسي للأزمات المالية وتمثل جانب الرهان على أداء ورقة مالية أو حزمة من الأوراق فالمشتقات بصورتها الراهنة لا تجوز شرعا وذلك لأسباب⁽¹⁾.

- تعد من جنس الربا المحرم

- تعد من جنس القمار والرهان الذي حرّمته الشريعة الإسلامية.

ينتفي فيها الملك والقدرة على التسليم إضافة إلى تسوية ربحا أو خسارة.

والمشتقات المالية أنواع:

4-1- الخيارات.

هو ما يثبت لأحد المتعاقدين أو لغيرهما من الحق في الإمضاء العقد أو فسخه بناء على اشتراط ذلك له⁽²⁾.

فبعض عمليات أسواق الخيارات على الموازين الفقه الإسلامي يتضح:

- يشوبها غرر فاحش بحيث يحول العقد إلى عقد مقامرة.

- تتعارض أسواق الخيارات مع قصد الشرع من إباحة خيار الشرط.

تعتبر الشروط المتضمنة من شروط الفاسدة .

4-2- العقود الآجلة

هي التي تجرى على المكشوف أي على الأسهم والسلع ليست في ملك البائع، وهي تجرى في السوق المالية غير جائزة شرعا لأنها تشتمل على بيع شخص مالا يملك.

إلا أن هناك فرق بينهما من وجهين :

- في السوق الأوراق المالية لا يدفع الثمن في العقود الآجلة في مجلس العقد وإنما يؤجل دفع الثمن إلى موعد التصفية ، بينما إن الثمن في بيع السلم يجب أن يدفع في مجلس العقد.

¹ أشرف محمد دواب، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية ، مؤتمراأسواق المالية آفاق وتحديات ، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2006، ص:21-22.

² -سمير عبد الحميد رضا ، مرجع سابق، 2005، ص:521.

- في السوق الأوراق المالية تباع السلعة المتعاقد عليها وهي في ذمة البائع الأول وقبل أن يجوزها المشتري الأول تخضع لعدة بيوعات ، وليس الغرض من ذلك إلا قبض أو دفع فروقات الأسعار بين الباعين والمشتريين غير الفعليين مخاطرة منهم على الكسب والربح بالاعتماد على المقامرة ، بينما لا يجوز البيع في عقد السلم قبل قبضته.¹

الفرع الثاني: الأدوات المالية الإسلامية

يعتمد تداول الادوات المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية على عنصر أساسي يتمثل في لقاء رأس المال مع العمل المنتج للربح أو لأي شكل العائد أو الإيراد ،

تعريف الأدوات المالية الإسلامية

"عبارة عن صكوك تصدرها مؤسسات مالية باعتبارها مضاربا، وتمثل حصة شائعة في رأس مال مشروع معين أو مشروعات متعددة تشارك في الأرباح المتوقعة والخسائر المحتملة وتتميز بآجال متفاوتة وبقدرة مختلفة التداول ولاسترداد (2) .

2-خصائص الأدوات المالية الإسلامية.

يمكن تحديد مجموعة من الخصائص (3)

- يمثل العائد حصة من الربح ولا يصح تحديده مسبقا .
- يتمتع المشروع بذمة مالية مستقلة عن ذمة كل من المصدر والمكتتبين .
- إذا أصبح رأس مال المشروع ديون يتم التداول وفق لأحكام التعامل بالديون في الفقه الإسلامي .
- يجوز التداول أوراق المشروع الذي تكون موجوداته مختلطة بشرط أن تكون المنافع والأعيان غالبية النقود .

3-أنواع الأدوات المالية الإسلامية : يمكن تقسيمها .

-أدوات المشاركة:

صكوك المقارضة،⁴ وتعرف بأنها "الوثائق المحددة القيمة والتي تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأموال التي قدموها لصاحب المشروع بعينه ، بقصد تنفيذ المشروع واستغلاله وتحقيق الربح .

¹- للمزيد يمكن الرجوع إلى:

- سمير عبد الحميد رضا، مرجع سابق، 2007، ص:520

أشرف محمد دوابة، مرجع سابق، 2006، ص:18.

²- أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق، 1995، ص:251.

³- نفس مرجع السابق، ص:252-257.

⁴- عبد الكريم أحمد قندوز ، الهندسة المالية الإسلامية : دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإعدادها بالأدوات المالية الشرعية ، مؤتمر الأسواق المالية والبورصات آفاق وتحديات ، جامعة الإمارات العربية، 2006، ص:23.

صكوك المشاركة¹ ، تقوم على فكرة أن يكون رأس مال المضاربة مقسما إلى حصص حيث يعطي الصك لحامله لإثبات حقه ، وهي لا تختلف عن صكوك المقارضة إلا في تنظيم العلاقة بين جهة الإصدار الراعية للصكوك وحملة الصكوك.

-أدوات البيوع، تتمثل

-صكوك التمويل بالمراوحة لأمر بشراء، وهي التي تخصص لتمويل عمليات المراوحة ، يمكن تمويله عن طريق المضاربة والمشاركة ، ويقوم هذا البيع على أمر مستفيد من التمويل للبنك أن يشتري له سلعة معينة بسعر معروف لديهما وأن يشتريها المستفيد من التمويل بسعر أعلى ويؤجل الدفع.

-صكوك السلم والإستصناع، هي "صكوك تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمان معجل والسلع المعجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية لأنها موصوفة تثبت في الذمة، لا يزال في ذمة البائع ن لذلك تعتبر صكوك غير قابلة أو التداول

- أما صكوك الاستصناع فهي في تحقيقها كصكوك السلم، إذ تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمان معجل والسلعة هي من قبل الديون العينية، لأنها موصوفة في تثبيت الذمة، لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين، البائع والمشتري.

-أدوات منافع⁽²⁾،

-سندات الإيجار: ويتم إصدارها من البنك الإسلامي، وهو العائد الذي يتحصل عليه أصحاب هذه السندات ويمكن إصدارها على نوعين:

-سندات الإيجار الثابتة، هو العائد الذي يوزع في نهاية كل فترة على حاملي هذه السندات بصفتهم مالكي هذا العقار.

- سندات الإيجار المتناقصة ، وهو يتم فيها تخصيص الأموال لشراء معدات قابلة للإيجار بطريقة التأجير التمويلي.

المبحث الثاني: أدبيات التطبيقية

في هذا المبحث نذكر الدراسات السابقة المتعلقة بالأوراق المالية

المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة

1- شعبان محمد إسلام بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي

¹ - ضياء مجيد العربي ، البورصات ، أسواق المال وأدواتها ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ، 2005، ص:91.

² - سليمان ناصر ، السوق المالية الإسلامية ، كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي، الدورة التدريبية الدولية حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها دورها في الاقتصاديات المغربية كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، سطيف، 23-28ماي 2003.

قام الباحث بدراسة بورصة الأوراق المالية من خلال بيان معناها ووظائفها ودورها الاقتصادي، وتحليلها من ناحية هيكلها الإداري وسير العمل فيها، والأوراق المالية المتداولة فيها الأسهم والسندات، والعمليات التي تجري فيها على تلك الأوراق المالية، ومن ثم نقدها من منظور إسلامي. وسلك في الدراسة المنهج الوصفي التحليلي النقدي. وخرج بجملة نتائج، منها أن البورصة أداة فعالة للتنمية من خلال الوظائف التي تقوم بها في مجال الاقتصاد الكلي والجزئي. وهي بهيكلها الإداري من لجان وعاملين، وبلوائحها وقواعدها، ونظمها تدخل في دائرة الإباحة الشرعية، فلا يوجد مانع من الأخذ بها. وإن إصدار الأسهم وتداولها بالبيع والشراء جائز شرعاً إذا لم تكن الجهة المصدرة لها مما يحرم التعامل معها كشركات إنتاج الخمر والبنوك الربوية. وإن إصدار السندات وتداولها بفائدة ثابتة ومحددة محرم شرعاً، ويعوض عنها بدائل شرعية كصكوك المضاربة والمشاركة والإيجار. وهذا يبين قدرة البديل الإسلامي على تنظيم وتداول الأسهم والسندات و البدائل الشرعية المعروضة للبيع، مما يمكن أصحاب الأموال السائلة من الاستثمار في مشروعات دون الوقوع في الربا أكلاً أو مؤكلاً. وعليه أجاز بأن العمليات التي تجري في بورصة الأوراق المالية أغلبها غير جائزة شرعاً، وهي بحاجة إلى تعديل في طبيعتها إن أمكن، أو إيجاد بدائل شرعية لها.

2- نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق "دراسة حالة سوق رأس

المال الإسلامي في ماليزيا" هل تمثل سوق الأوراق المالية الإسلامية حاجة ملحة للأمة الإسلامية؟ وهل سوق الأوراق المالية الإسلامية من شأنها أن تتمكن من توليد أصول مالية قادرة على جذب المدخرات وعلى

توفير فرص التمويل المرحة في النشاطات الاقتصادية المختلفة وفق أحكام الشريعة الإسلامية؟ ومن خلال الإشكالية تم عرض الفرضيات التالية: اختلاف بين نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق الفعلي للنظرية يعزى إلى عدم الالتزام بالمعايير والضوابط الشرعية التي تنظم عمل تلك الأسواق - اختلاف بين نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق الفعلي للنظرية يعزى إلى العراقيل والعقبات التي تحول دون تطبيق النظرية.

3 - الداوي خيرة. تقييم كفاءة و أداء الأسواق المالية دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية ما بين الفترة

2005- 2009 مذكرة تدخل ضمن نيل شهادة ليسانس جامعة قاصدي مباح ورقلة بناء على هذه الإشكالية- كيف يمكن تقييم كفاءة و أداء الأسواق المالية؟ وما هي المتطلبات الواجب توفرها لتحسين كفاءة سوق عمان المالي؟ يعتبر سوق عمان المالي غير كفاء عند المستوى الضعيف- تساعد المتغيرات الكلية الاقتصادية على تفسير التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم الشركات المدرجة فيسوق عمان المالي؛

4- شيخي بلال: تطور أداء أسواق الأوراق المالية المغربية: الواقع والأفاق وهي عبارة عن رسالة

دكتوراه في العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة الجزائر 3 سنة 2010، حيث تكمن فرضية هذه

الدراسة في ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق مالية مغربية متطورة وتحقيق الترابط فيما بينها؟

حيث يهدف هذه الدراسة توضيح الأسس الواجب توفرها لإقامة سوق الأوراق المالية لأداء دورها والمتمثل في تنشيط الاستثمار وتوظيف المدخرات وجذب الاستثمار الأجنبي عن طريق الأدوات المالية التقليدية والمشتقات، كذلك الإحاطة بواقع أسواق الأوراق المالية المغربية من خلال أداؤها وتطورها خلال سنوات 2005 – 2009.

5- رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات -دراسة حالة سوق الأسهم السعودية- مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص: اقتصاد دولي

تعتبر الأسواق المالية أحد الركائز الأساسية للتطور الإقتصادي، فما مكانتها ودورها سيرورة في سيرورة الحياة الاقتصادية المعاصرة؟ ومن خلال هذه الإشكالية تم عرض الفرضيات التالية: تعتبر الاسواق المالية الوجه الحضاري للاقتصادات المعاصرة وتشكل أداة هامة للاستثمار لمتطلبات سوق التنمية الاقتصادية- هناك علاقة وثيقة بين تطورات مؤشرات سوق الأسهم السعودية، وقدرة هذه الأخيرة على التنمية وتخصيص الاستثمارات المالية بكفاءة العالية. تغيرات في المؤشر الشركات المساهمة المدرجة في سوق المحلية على تفسير التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم هذه الشركات خلال الفترة 2000-2004.

المطلب الثاني : النتائج المستخلصة من الدراسات السابقة .

1-النتائج المستخلصة من شعبان محمد الاسلام كمايلي:

- أن البورصة أداة فعالة للتنمية من خلال الوظائف التي تقوم بها في مجال الاقتصاد الكلي والجزئي.
 - تداول الأسهم والسندات و البدائل الشرعية المعروضة للبيع ببدائل شرعية كصكوك المضاربة والمشاركة والإيجار.
 - إمكانية أصحاب الأموال السائلة من الاستثمار في مشروعات دون الوقوع في الشبهات كالربا والفائدة ..
- #### 2- النتائج المستخلصة من نبيل خليل طه سمور كما يلي.

-قيام سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا على أساس تقديم البديل الشرعي لسوق رأس المال التقليدي في ماليزيا، وذلك بتوفير الخدمات المالية الإسلامية إلى متعاملي السوق من المؤسسات المالية، والشركات الخاصة، وجمهور المستثمرين المسلمين الراغبين في الحصول على التمويل

والاستثمار المتوافق مع مبادئ و أحكام الشريعة الإسلامية .إلا أن هذا البديل ظل محصوراً في نافذة ضيقة للمعاملات الإسلامية في البورصة الماليزية للأوراق المالية التقليدية ولم يشكل بذاته بورصة مستقلة للأوراق المالية الإسلامية عن البورصة التقليدية.

2- بعض الأدوات المالية الجديدة والقابلة للتداول في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا مثل

صكوك البيع بالثمن الآجل وصكوك المراجعة وصكوك الاستصناع لا تعتبر من الأدوات المالية الشرعية لأنها لا تتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية الغراء. الأمر الذي يعزز قبول الفرضية القائلة بوجود اختلاف بين نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق الفعلي للنظرية ويعزى ذلك إلى الاختلافات الفقهية بين المذاهب في تقييم مدى شرعية بعض المعاملات التي تتم في البورصة بين مبيح لها حسب حججه وأدلته، وبين محرم لتلك المعاملات.

3- النتائج المستخلصة من رفيق مزداهية كما يلي:

- اتضحت الدراسة أن كفاءة سوق الأوراق المالية الاسهم السعودية
- تحقيق سوق الاسهم السعودية لعدة أشواط كبيرة على مستوى النشاط والتطوير والتحديث خلال فترة زمنية وجيزة.
- اختبار السلسلة الزمنية الأسعار الاسهم باستخدام اختبار لذيكي فولر اتباع مؤشر العام للأسعار لسوق الاسهم السعودية.
- قدرة السوق السعودية على بلوغ قوى مستوى لفرضية الكفاءة.

4- النتائج المستخلصة من داوي خيرة كما يلي:

- من النتائج وجدنا أن أسعار أسهم الشركات لا تسير عشوائياً، وذلك حسب الاختبارات المطبقة في ذلك على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق عمان المالي والمعبر عنها بمؤشر السوق خلال الفترة 2005-2006 ومن ثمة توصلنا إلى أن سوق عمان المالي غيركفاء عند المستوى الضعيف.
- تختلف درجة تأثير كل من المتغيرات الاقتصادية الكلية معد الفائدة، معدل التضخم ومعدل الناتج المحلي الإجمالي، من متغير لآخر. حيث تساعد هذه المتغيرات على تفسير التغيرات التي تحصل على مؤشر السوق بورصة الأردن.

المطلب الثالث: أهم ما يميز به هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

- بالإضافة إلى ماورد في الدراسات السابقة فإن الدراسة المقترحة تتميز عن الدراسات السابقة فيما يلي:
- أن الدراسات السابقة التي درست في الأسواق الأوراق المالية في جامعتنا درست بالطريقة القديمة أما دراستنا هذه الدراسة الأولى بالطريقة (imrad).
- اعتمدت الأسواق الأوراق المالية على الكفاءة

- أما بالنسبة لعينة الدراسة فوجدنا إختلاف بين الدراسات فالدراسات الأجنبية معظمها كونت عينة من مؤشرات الأسواق المالية الأجنبية والمحلية، ماعدا دراسة واحدة التي كونت عينة من الأسهم فقط، على عكس الدراسات العربية التي جملها كونت عينة من الأسهم، ماعدا دراسة واحدة التي إستخدمت المؤشرات ولكن كانت عينتها صغيرة، كما أن كل الدراسات السابقة التي إستخدمت المؤشرات كعينة كانت تطرقت للمسائلة من وجهة نظر المستثمرين في الولايات المتحدة، سواء العربية أوالأجنبية .لذلك قررنا أن تكون دراستنا من وجهة نظر المستثمر العربي في سوق دبي ، وبتكوين عينة تتكون من مجموعة من المؤشرات العربية والأجنبية.

خلاصة الفصل الأول:

ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخيا بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية، أدى انتشار مؤسسات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقراض ليخلق حركة قوية التعامل بالصكوك المالية والذي أدى إلى ظهور بورصات الاوراق المالية .

كان التعامل بالصكوك في بداية الامر على قارعة الطريق في الدول الكبرى، واستقر في ابنية خاصة ولآن تعرف بالأسواق المالية وتتسم جملة من الفوائد الاقتصادية ودور الذي تلعبه في الاقتصاد القومي، وتضم عدد كبير من المتعاملين وتنوع الادوات المالية المطروحة التي تهيئ للمستثمر فرصة للاتخاذ القرار المناسبة، كل هذه العوامل تمكنها من القيام بوظائفها سواء للاقتصاد أو المؤسسات بشتى أنواعها.

ولظهور أدوات مالية مستحدثة حتم ذلك من توافق مع أحكام الفقه الإسلامي بهدف مواكبة التطور الاقتصادي ومسايرته بمنظور شرعي.

الفصل الثاني

الدراسة الميدانية

الفصل الثاني دراسة ميدانية

تمهيد:

تعتبر سوق دبي المالي من أهم الأسواق الأوراق المالية في العالم العربي وما تميز به من مؤشرات ذات كفاءة عالية من حيث التداول في الأوراق المالية (الاسهم والسندات) .
من خلال دراسة سوق دبي المالي سنطرق إلى دراسة بعض مؤشرات التي تتداول في السوق من حيث كفاءة ومؤشراتها مقارنة من ناحية الإسلامية.

المبحث الأول: دراسة ميدانية سابقة

المطلب الأول: كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية

الوظيفة الأساسية لسوق الأوراق المالية هي التخصيص الفعال للموارد وذلك من خلال تحويل رأس المال المدخرين إلى المستعملين النهائيين عن طريق تبادل أدوات مالية، العرض والطلب على هذه الأدوات يسمح بتحديد الأسعار الطلب على أصل مالي هو دالة توقع للسوق. و حتى تقوم سوق الأوراق المالية بتخصيص المدخرات لأفضل الاستثمارات لا بد وأن تتميز بالكفاءة ولهذا سيتناول هذا المبحث كفاءة سوق الأوراق المالية، ومؤشرات قياسها وعلاقتها بالأدوات المالية الإسلامية.

الفرع الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية

وفقا لمفهوم الكفاءة الموارد المتوفرة عن طريق الادخار تستعمل بكل فعال لأن الأصول المالية التي تسمح بتحويل رأس المال مقيمة حسب مردوديتها والأخطار المتوقعة، وأيضا التوقعات التي يجب أن تعكس كامل نظام تحليل المعلومة المتعلقة بالإيراد المستقبلي والخطر المرافق للأصل.

1- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

ويعبر عنه الاقتصاديون بأنه سوق أوراق مالية كفاءة، سعر الأصل يعكس كل المعلومات المتوفرة (سواء ماضية أو المتوقعة) التي تخص كل أصل مالي في سوق وتنعكس فوراً على أسعار هذا الأصل¹.

$$E(p_{j,t}+Q_t)=P_{j,t}(1+E(R_{j,t}/Q_{j,t}))$$

Q_t : المعلومة المتوفرة في الفترة t .

$p_{j,t}$: القيمة المتوقعة للورقة المالية j في الفترة $t+1$.

إذا كان سعر الورقة المالية يعكس كل المعلومات المتاحة وكانت المعادلة السابقة محققة من اجل كل ورقة مالية j في السوق فإن السوق تعرف بالكفاءة في سوق مالية كفاء بسعر الاصل يتغير فور ورود معلومات جديدة بحيث تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناتجة عن امتلاك هذا الاصل - والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر - تساوي القيمة السوقية للاصل عند شراؤه.

2- الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

يشير مفهوم الكفاءة الكاملة على قدرة السوق على جعل أسعار الاصول المالية تتعدل بشكل سريع وفوري وفقا لمحتوى المعلومات الواردة إلى السوق، دون أن يكون هناك فاصلا زمنيا بين تحليل المعلومات الجديدة والوصول إلى نتائج السعر العادل، ومن الشروط الكفاءة الكاملة للسوق تتمثل فيما يلي²:

¹ -Philippe gilet ,efficience des marché financiers, France,1999,p :11

² - رفيق مزدهاية، مرجع سابق، 2007، ص:100.

-وجود عدد كبير من المستثمرين يتصفون بالرشادة ويسمعون إلى تعظيم منفعتهم من خلال تحليل والتفاوض على كل ورقة مالية .

-توفر معلومات جميع المستثمرين في الوقت نفسه ومجانا.

-ردة فعل سريعة وصحيحة للمستثمرين اتجاه معلومات جديدة ينتج عنها تعديل سريع في السعر.

ويعد القبول شرط الرشادة بمثابة نقطة تحول من مفهوم الكفاءة الكاملة إلى الكفاءة الاقتصادية، وهذه الاخيرة تتسم بوجود فاصل زمني بين وصول معلومة إلى السوق وانعكاس تلك المعلومة على اسعار الاوراق المالية¹، يتطلب تحقيق الكفاءة الاقتصادية:

كفاءة التسعير: يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بالسرعة وبتكلفة منخفضة، وخسارة مستثمر تكون عدم تحليل المعلومات الواردة بالشكل المطلوب.

كفاءة التشغيل: يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض في ظل وجود تكاليف منخفضة للمعاملات، ويسهل عملية التداول بسرعة وبمجم كبير وهذا يخلق فرصة للمتخصصين في تحقيق هامش كبير.

3- صيغ السوق

هناك ثلاثة صيغ لكفاءة سوق أوراق المالية محددة انطلاقا من قدم المعلومات التي تنعكس في الأسعار، ويؤدي هذا التقسيم إلى معلومات تاريخية، معلومات عامة، معلومات غير عامة ، مما يسمح بتميز ثلاثة صيغ لكفاءة السوق المالية²:

3-1-1- فرضية الصيغ الضعيفة لكفاءة السوق، تقضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي معلومات تاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي حدثت فيه في الماضي وهو ما يعني أن عملية التنبؤ ستكون على دراسة المتغيرات التي طرأت على السعر في الأيام الماضية أو الشهور أو السنوات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى وهذا ما يعرف بصيغة الفرضية الضعيفة بنظرية الحركة العشوائية.

3-2- فرضية الصيغة الشبه قوية لكفاءة السوق، صيغة فرضية السوق المتوسطة، و تقتضي بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور من معلومات التي تنشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة أو المنشأة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تنشر للجمهور.

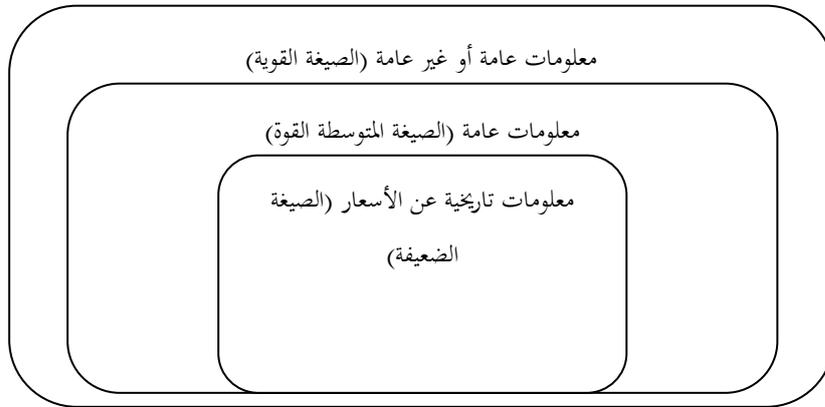
¹- إيهاب الدسوقي مرجع سابق، 2000، ص:34

²-mondher bellalah gestion de portefeuille, france2004,p :413.

3-3- فرضية الصيغ القوية كفاءة السوق، بمعنى أن سعر السهم في السوق هو انعكاس لجميع المعلومات المتاحة للعامّة والخاصة أي المعلومات المنشورة العامة إضافة إلى المعلومات التي يتحصل عليها فئة معينة ككبار المتعاملين في الأسهم، وهذا يعني استحالة أن يحقق أي مستثمر أرباح غير عادية على حساب الآخرين وقد ثبتت صحة هذا الفرض.

من الملاحظة من المستويات المختلفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية أن صيغة الفرضية الضعيفة لكفاءة الأسواق أقرب إلى الواقع نظرا لأن حركة الأسعار في السوق هي حركة عشوائية طالما أن هذه المعلومات تصل إلى السوق في شكل نمط عشوائي وغير منتظم.

الشكل رقم (04): الصيغ الثلاثة لكفاءة السوق.



Phillippe gillete, op-ct, 1999, p34

الفرع الثاني: مؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية

لتمكين كفاءة سوق الأوراق المالية يجب دراسة مؤشرات التي التغير في الأوراق المالية المتداولة في السوق، وتستخدم المؤشرات المالية كميّار لقياس أداء السوق، حيث تسمح للمستثمر بإعطاء توجيهات المحتملة الأسعار الأوراق المالية في السوق، ومن خلال هذا المطلب تم تحدي مؤشرات مالية، أساليب بنائها واستخداماتها المختلفة.

1- مفهوم مؤشرات سوق الأوراق المالية وأنواعها

كيفية قياس مؤشرات السوق الأوراق المالية ينبغي توضيح مفهومها:

1-1- مفهوم مؤشرات سوق الأوراق المالية

مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤثر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو للأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها¹.

¹ -الجودي صاطوري، اتركفاءة سوق راس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل الدكتوراه في ع التسير فرع مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر 2005-2006، ص:81.

1-2- أنوع المؤشرات

لتحديد مدى كفاءة السوق لابد من دراسة عدة مؤشرات ومن بينها¹.

1-2-1- مؤشر حجم السوق

تعد السوق في تطور ايجابي مع زيادة اتساع حجمها، فهو يدل على مدى تداول الأوراق المالية .

ويقاس اتساع حجم السوق من خلال مؤشرين هما:

- مؤشر معدل الرسملة للبورصة لنتاج المحلي الإجمالي، وهي القيمة السوقية لأسهم رأس المال المؤسسات المقيدة في البورصة .

مؤشر الرسملة البورصة=القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المقيدة في البورصة/ الناتج المحلي الصافي

-مؤشر عدد مؤسسات المسجلة في البورصة، يؤدي ارتفاع عدد المؤسسات المسجلة في البورصة إلى زيادة اتساع حجم السوق وبالتالي اتساع قدرتها على تحقيق الكفاءة الاقتصادية.

1-2-2- مؤشر سيولة السوق

وهي سهولة البيع والشراء الورقة المالية دون تغير قيمتها السوقية لذا تكون استجابتها سريعة في معالجة بين

العرض والطلب ويقاس من خلال مؤشرين:

-مؤشر قيمة التداول/الناتج الإجمالي، إمكانية الدخول والخروج من السوق بسهولة وكذلك انخفاض التكتلات والمعاملات ، فهو يعكس نسبة القيمة المتداولة إلى الاقتصاد ككل.

- مؤشر قيمة التداول/قيمة الرسملة البورصة، ارتفاع درجة السيولة مما يعكس نسبة القيمة المتداولة إلى السوق مما يدل على زيادة نشاط سوق الأوراق المالية.

1-2-3-مؤشر تذبذب درجة العوائد في السوق،

هو الانحراف المعياري الإجمالي الأوراق المالية المتداولة في السوق، حيث يدل على ارتفاع وتحسن كفاءة سوق

الأوراق المالية، وتحسب درجة تذبذب العوائد حسب الصيغة التالية:

$$TV = (RM - R)^2 / N$$

TV: درجة تذبذب في العوائد.

RM:العائد الإجمالي للأوراق المالية المتداولة في السوق.

R: متوسط الأوراق الإجمالي للأوراق المالية المتداولة في السوق (وهو ثابت).

N:عدد السنوات.

¹ -Idem :268-264.

1-2-4- مؤشّر كفاءة التسعير للأصول المالية

تعكس كفاءة التسعير سعر الورقة المالية يتوفر على المعلومات المتعلقة بمستقبل المؤسسة المصدرة للورقة، ويلزم توفر المعلومات بسرعة وبدقة وبتكلفة منخفضة وترتبط كفاءة التسعير والتشغيل التي تعني قدرة السوق على مواجهة الخلل في الأسعار بين العرض والطلب مما يؤدي إلى انخفاض تكاليف المعاملات.

1-2-5- مؤشّر الهيكل المؤسسي والتنظيمي

تطور الهيكل المؤسسي التنظيمي أساس تحقيق كفاءة أسواق رأس المال، ومن بين المؤشرات التي توضح مدى تطور الهيكل المؤسسي:

نشر المعلومات في السوق سواء كانت جزئية أو كلية.
انخفاض درجة المخاطر.
مرونة المعايير المحاسبية المطبقة.

2-2-1- أساليب بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية

لضمان بناء مؤشّر جيد يعبر عن سوق أوراق مالية بموضوعية فإنه لا بد من استعمال أساليب وطرق مختلفة لبنائه والتي يكون التعامل معها من بينها¹:

2-1-1- ملائمة العينة

تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشّر بأنها مجموعة من الأوراق المالية المستخدمة في حساب تلك المؤشّر وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب:

- **في الحجم** : فإن القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشّر أكبر كلما كان المؤشّر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق

- **الإتساع** : فيعني مدى تغطية العينة المختارة لمختلف قطاعات السوق

- **المصدر** : فالمقصود به هو مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشّر، حي ينبغي أن يكون المصدر السوق الأساسية أين يتم تداول الأوراق المالية.

2-2-2- الأوزان النسبية

هي القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة وهناك ثلاثة أساليب لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الاسهم التي يقوم عليها المؤشّر، وتتمثل في:²

- **الوزن على أساس السعر**، أي نسبة السعر السهم الواحد للمؤسسة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشّر.

¹ -حسان خضر، المعهد العربي للتخطيط الكويت، 2004.

² Date de consultation :23/11/2008. www.arab-api.org

- الأوزان المتساوية، وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.
-الأوزان حسب القيمة، في ظل هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر على أساس القيمة السوقية الإجمالية لعدد الأسهم العادية لكل مؤسسة ممثلة في المؤشر.

2-3- طريقة حساب المؤشر، يمكن حساب المؤشر بالطرق التالية¹:

-على أساس متوسط الأسعار، هو مجموعة أسعار الأوراق المالية على مجموع الأوراق المالية الداخلة في المؤشر
قيمة مؤشر = $\sum pi/N$ = مجموعة أسعار الأوراق المالية / مجموع الأوراق المالية الداخلة في المؤشر
Pi: سعر السهم (i) في المؤشر.

N: مجموع الأوراق المالية الداخلة في المؤشر

في حالة وجود فرق بين القيمة الدنيا والعظمى للأسعار يتم استخدام المتوسط الهندسي
قيمة مؤشر =

المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية، ويتكون المؤشر باستخدام المعادلة التالية:
الوزن النسبي = قيمة السهم صاحب أقل السعر/سعر السهم.

المؤشرات المبنية على أساس الأوزان حسب القيمة،

$$Index_t = \sum P_t \cdot Q_t / P_b \cdot Q_b$$

Index_t: قيمة المؤشر في الفترة

P_t إقبال الاسعار الأسهم في الفترة t

Q_t عدد الوحدات الاسهم في الفترة t

P_b إقبال الاسعار الأسهم في يوم الاساس

Q_b عدد الوحدات الاسهم في يوم الاساس

3-الاستخدامات المختلفة للمؤشرات

- يعد المؤشر من أهم الأدوات التي يمكن الركون إليها للتنبؤ في اتجاهات المستقبل صعودا ونزولا للوضعية العامة لاقتصاد بلد ما. ومن أهم المؤشرات التي يمكن استخدامها²:
-التنبؤ بحالة السوق، معرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي) فإنه يمكن للمحلل التنبؤ بما سيكون مستقبلا.

¹فصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية-الاسس النظرية والعملية مع مدخل مفتوح لتقييم الأسعار السوقية للأسهم العادية في البورصة الأوراق المالية بالتطبيق على بورصة عمان ، دار وائل للنشر ، طبعة الأولى ، عمان ، 2008، ص:64-65.

²منير إبراهيم الهندي، نفس المرجع، ص:247-248.

محمد صالح الحناوي وجمال ابراهيم العبد ، مرجع سابق 2000، ص:251-252.

- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة، حيث يمكن للمستثمر تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد المحفظة أو ورقة مالية مع التغير الذي يطرأ على المؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة التنويع.

- تقدير محافظ المحفظة، يمكن استخدامه لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية، وتمثل في العلاقة بين المعدل الأصول خطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة.

4- بعض مؤشرات البورصات العالمية

4-1 مؤشرات الدول المتقدمة، وتمثل فيما يلي:

الولايات المتحدة الأمريكية¹:

- داو جونز: يحتوي على ثلاثين ورقة مالية تمثل 30% من بورصة نيويورك

- ستاندر أند بور: يحتوي على خمسمائة ورقة تمثل 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك

(40 شركة منافع عامة، 20 شركة نقل، 40 شركة في مجال المال والبنوك....)

انجلترا²:

- FT-30: يجمع هذا المؤشر ثلاثين من أوراق مالية الأكثر أهمية في بورصة لندن.

- FTSE-100: المؤشر أكثر شهرة ويحتوي على 100 ورقة مالية تمثل 70% من إجمالي رسملة البورصة.

فرنسا³

- CAC40: يتكون من 40 ورقة مالية للشركات الأكثر أهمية في بورصة باريس.

- SBF250: يحتفظ بالقيم الواردة في SB120 ويضم 130 سهم مسجل في الأسواق.

ألمانيا⁴

- DAX: تحتوي على 30 ورقة مالية تمثل 70% من رسملة البورصة .

اليابان⁵

- Nikkei: يحتوي على 225 ورقة مالية تمثل 70% من رسملة البورصة.

جدول رقم (02): بعض مؤشرات الدول الناشئة

¹ Jean Didier lecaillon, jean Marie le Page et Christian Ottary, Analyse et diagnostique :économie contemporaine ,2004, Edition de Beck, France, 2^{ème} Edition, p :137-138.

² Jean Didier lecaillon ,jean Marie le Page et Christian Ottary 2004 ,p :137-138.

³ -jean- Luc Bailly, gilles Caire Arcangelo Figlizz et Valérie le lièvre ; Economie monétaire et financière France, 2006,p :194.

⁴ Jean Didier lecaillon, jean Marie le Page et Christian Ottary, 2004, pp :137-138

⁵ -Idem, pp :137-138.

KCS Index	كوريا الجنوبية
KLSE Index	ماليزيا
JSE Index	إندونيسيا
OCBC Index	سنغافورة

المصدر: مجموعة من مواقع الإلكترونية

جدول رقم (03): بعض مؤشرات الدول العربية

BSE	البحرين
ASE	الاردن
KSE	الكويت
NBAD	الامارات

المصدر: مجموعة من مواقع الإلكترونية

4-4- المؤشر الإسلامية داو جونز لأسواق الأوراق المالية الإسلامية¹

التعامل بالمؤشرات بشكلها الحالي يعد صورة من صور القمار لذلك أنشئ بديلا آخر كخيار أمام الأفراد الراغبين في الاستثمار وفقا لوجهات الاقتصاد الإسلامي يتمثل في مؤشرات داو جونز للسوق الإسلامية. يقدم هذا المؤشر مقياسا لتقييم أداء صناديق الاستثمار القائمة، حيث تضم عائلة داو جونز سوق الأسهم الإسلامية 50 مؤشرا منها السوق الإسلامي الموسع والسوق التركي DIJMTI ويعد أهم مؤشر، وتم اختياره لسوق الأسهم الإسلامي ويتم استبعاد اسهم الصناعات التي يحرمها الفقه الإسلامي . وتبدو أهمية هذا المؤشر وغيره من المؤشرات الإسلامية.

-ارتفاع صناديق الاستثمار داو جونز الإسلامي الذي وصل 100 صندوق بقيمة إجمالية 40 مليار دولار .
-تنشيط مؤشرات للاستثمارات عن طريق نظم الاستثمار المالي مما يجعل المؤسسات والبنوك الإسلامية ميزة تنافسية.

¹عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية، مذكرة لنيل شهادة

ماجستير في العلوم الاقتصادية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، الجزائر 2006، ص: 31-33.

-حنان إبراهيم نجار، اليات بناء مؤشرات سوق الاسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، عمان-الأردن، 2005، ص: 7-15.

المطلب الثاني: علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية بالأدوات المالية الإسلامية

للأدوات المالية الإسلامية دور كبير في تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية عن طريق تحقيق سعر العادل في السوق، ويتناول هذا المطلب علاقة الأدوات المالية الإسلامية بكفاءة سوق الأوراق المالية، ولذا نعرض مبادئ الأدوات التي يمكن تلخيصها وهي¹:

- **الخلو من الربا:** وهو ما يعني عدم جواز دفع أية عوائد نتيجة تأجيل دفع مبالغ.
- **الخلو من الغرر،** هو البيع الذي يتضمن خطراً يلحق بأحد المتعاقدين، فيؤدي إلى ضياع ماله.
- **الخلو من القمار والميسر،** إن الغرر المفرط يماثل القمار وهذا غير جائز من المنظور القيمي ثم إن المضاربة المستخدمة في الأسواق المالية لها مضمون آخر، فهي تشمل التنبؤ بالقيمة السوقية للورقة المالية من خلال تفسير وتحليل المعلومات بما يتسق عقلانية الإسلام.
- **حرية التعاقد،** وهو رضا الطرفين.
- **الخلو من التحكم في الأسعار والاحتكار،** حسب احكام فقهية لايجب التدخل في وضع الأسعار السوق الحر لأنه يتحدد قوى العرض والطلب، وحجم الاحتكار لما فيه من جشع وطمع مما يلحق الضرر بالغير.
- **الإفصاح عن المعلومات بشكل دقيق وكاف ومتساوي،** حرم الإسلام من إعطاء معلومات غير صحيحة للمشتري لابد من إفصاح وبيان ففي حالة تملك الأوراق المالية فإن الامر يتعلق بتدفق نقدي متوقع، منه أحكام الفقه تفرض كل المستثمرين في السوق وبشكل متساوي للحصول على كافة المعومات ذات العلاقة بالتدفق النقدي المتوقع وبقيمة الأصل.
- تتعلق كفاءة سوق الأوراق المالية بأساسيات محددة وفي مقدمتها السعر العادل للأوراق المالية التي يتم التعامل وبعوائدها، وهو السعر الذي يعكس القيمة الحقيقية للسهم التي تعتمد على القيمة الحالية للتدفقات النقدية . يعد أهم معيار لوجود كفاءة وبمستوى معين في السوق، حيث تكون هذه الاسواق ذات كفاءة كلما كانت أسعار الأسهم الأكثر عدالة من القيمة الحقيقية لتلك الأسهم.
- أما فيما يتعلق بعوائد الأسهم الحقيقية فتأتي من خلال علاقة كفاءة بين سعر السهم وعائده الحقيقي ويمكن تفسيره بتأثير عوائد الاسهم على كفاءة السوق كما يلي:
- كلما كانت أسعار الأسهم أكثر عدالة كانت كفاءة السوق التسعيرية أقوى وهناك علاقة عكسية بين السهم وعائده الحقيقي، فأن ذلك يعني أنه كلما عائد يعبر عن المرء ودية العادل الذي يستحقه حامله كانت كفاءة الأسواق أقوى.
- **الاختلافات بين القيمة السهم السوقية والسهم الحقيقي :**

¹ خالد محمود الزهار ورامي صالح عبده، مرجع سابق، 8-9 مايو 2005، ص: 12-18.

- المضاربات والتلاعب في أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية .
 - تحليل المعلومات بشكل خاطئ من قبل المستثمرين لنقص المعلومات.
 - ردة فعل السوق من حيث تعديل سعر السهم وفقا للمعلومات الواردة.
- ومن هنا تظهر أهمية الادوات المالية الإسلامية لتداول الأوراق المالية بسعر عادل وعائد ملائم، وتهدف إلى تحقيق سوق ذات كفاءة عن طريق تفادي الاختلافات الموجودة بين الورقة السوقية وقيمتها الحقيقية، وبالتالي اختلاف قيمة العائد بتوفير المعلومات اللازمة بشكل دقيق.

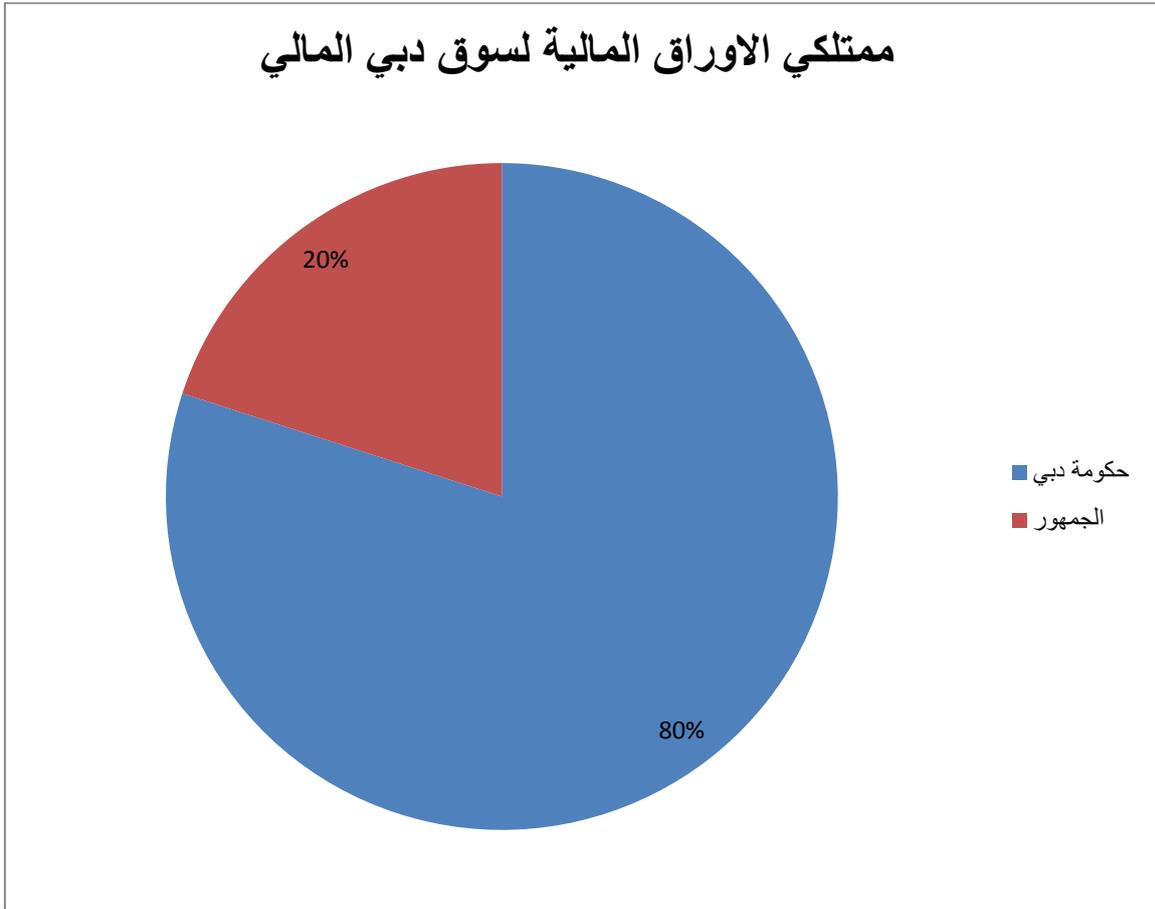
المبحث الثاني: نشأة سوق دبي المالي ، تطوره ودور الرقابة الشرعية على عملياته .

يمكن عرض نشأة سوق دبي المالي ، تطوره ودور الرقابة الشرعية على معاملاته من خلال (1):

1-1- نشأة سوق دبي المالي

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة لديها الشخصية الاعتبارية المستقلة بموجب قرار وزارة المالية رقم 14 لعام 2000 ويعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي للتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن المؤسسات المساهمة العامة ، عن الحكومة والمؤسسات العامة في الدولة ووحدات صناديق الاستثمار . تتوزع ملكية سوق دبي بين التي تملك حصة 80 % من أسهم السوق ما يقدر بحوالي 6400 مليون سهم وبين الجمهور الذي يملك حصة الـ 20 % الباقية ما يعادل 1600 مليون سهم.

الشكل رقم (04): ملكية سوق دبي المالي للأوراق المالية



¹- للمزيد يمكن الرجوع إلى:
- شركة أرقام بزنس

المصدر : تم إعداد الشكل اعتماداً على المعطيات المتعلقة بامتلاك الأوراق المالية في سوق دبي .

يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية ، حيث تتم الرقابة الشرعية في السوق من خلال مراقبة مشروعة المعاملات، وخلوها من الربا ، القمار، الجهالة، الغرر، بيع الدين، وغير ذلك من المحاذير الشرعية .

جدول رقم(03): التطورات الرئيسية التاريخية لسوق دبي المالي.

التاريخ	التطور
مارس 2000	تأسيس وافتتاح السوق كمؤسسة عامة شخصية اعتبارية مستقلة تعمل كسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية .
أفريل 2000	حصر تداول 5 مؤسسات إماراتية فس سوق دبي المالي كفاتحة لتداول به .
أكتوبر 2000	حصول سوق دبي المالي على ترخيص هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع ، كأول سوق مالي رسمي الدولة.
ديسمبر 2005	إعادة هيكلة السوق كمؤسسة مساهمة عامة.
نوفمبر 2006	طرح 20% من أسهم السوق للاكتتاب العام والذي تمت تغطيته بنحو 118 مرة .
جانفي 2007	أعلنت الجمعية العمومية تأسيس مؤسسة سوق دبي المالي، وأقرت تحول سوق إلى سوق مالي إسلامي ، ووفقت على إدراجه في سوق دبي المالي .
جانفي 2007	انتخاب مجلس إدارة مؤسسة سوق دبي المالي برئاسة "عيسى كاظم" وعضوية آخرين.
فيفري 2007	قيد مؤسسة سوق دبي المالي بهيئة الأوراق المالية، والسلع ضمن الفئة الثانية .
مارس 2007	إدراج أسهم مؤسسة سوق دبي المالي بسوق دبي المالي .

المصدر: شركة أرقا بنزس انفو ، حقوق النشر والتأليف ، 2008.

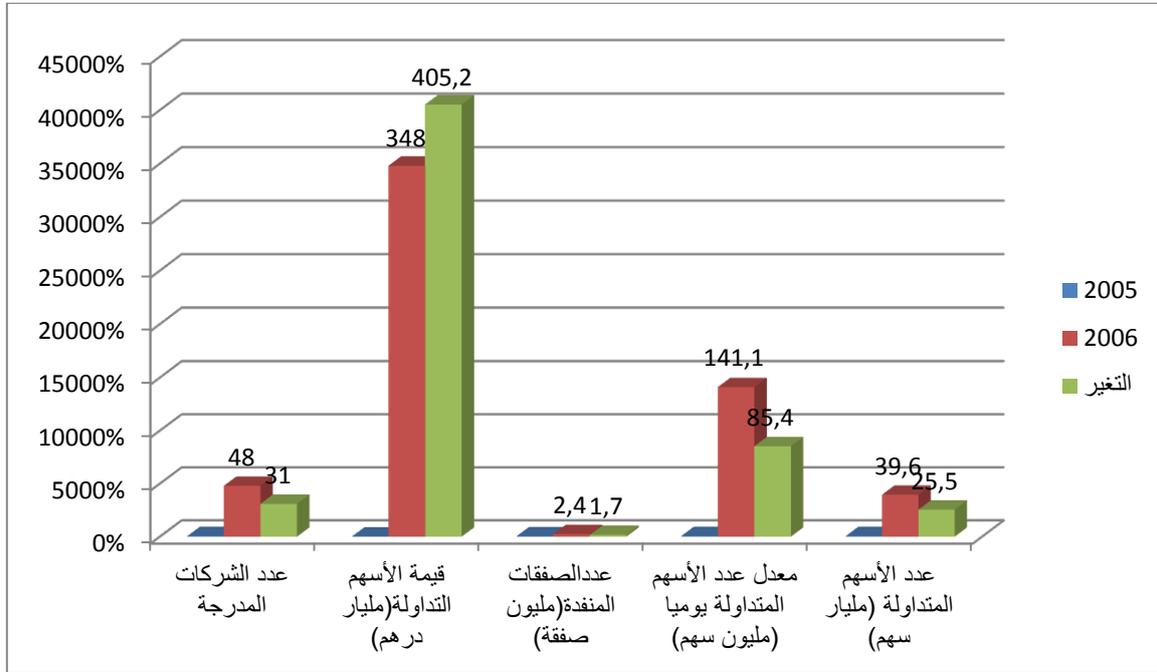
[www.argaam.com/portl/content/researcharticle.aspx le 24/03/09](http://www.argaam.com/portl/content/researcharticle.aspx?le=24/03/09)

1-2- أداء سوق دبي المالي

شهد سوق دبي المالي منذ تأسيسه نموا ملحوظا في عمليات الطرح والقيمة السوقية وحجم وقيمة التداول ، وقفزت التداولات بشكل كبير خلال عامي 2004 و 2005 بفضل الإقبال الكبير على الاستثمار و المضاربة على الأسهم من المؤسسات الكبيرة والنشطة بالسوق، مثل إعمار وبنك دبي الإسلامي وديي الاستثمار وأملاك التي استقطبت الكثير من المستثمرين من الدول الخليج.

وصنفت السوق في المرتبة الأولى عربيا بناءا على أداء المؤشر خلال عامي 2004-2005 ، فيما شهد السوق حالة انخفاض حاد خلال العام 2006، فقد يسببها نحو 43% من قيمته ، كما تراجع مؤشر السوق بنسبة 43% أيضا مقارنة بالعام 2005.

الشكل رقم (06) : ملخص أداء سوق دبي المالي 2006



المصدر: شركة أرقا بزنس انفو ، حقوق النشر والتأليف ، 2008.

www.argaam.com/portl/content/researcharticle.aspx le 24/03/09

بصفة عامة يتسم سوق دبي بالكفاءة ، العدالة ، الشفافية والسيولة ، يوفر العديد من الخيارات من خلال التمثيل الأمثل للموارد المتاحة بفضل اعتماده على المبادئ الشرعية الإسلامية ودوره الفعال في الرقابة الشرعية على معاملاته.

1-3- بعض المؤشرات المالية لسوق دبي المالي ،

من أهم المؤشرات المالية لسوق دبي :

- مؤشر داو جونز مركز دبي العالمي تايانز 50 ، وضع هذا المؤشر في 2004 وهو يضم أسهم كبرى مؤسسات العالم العربي ويضم أسهم 50 مؤسسة كبرى في 10 دول عربية ، وكل سهم في هذا المؤشر يحسب بناء على 60% للقيمة السوقية للمؤسسات و 20% .

- مؤشر داو جونز الإسلامي ، قامت كل من داو جونز الرائدة عالميا في تقديم المؤشرات وسوق دبي المالي إطلاق مؤشر "داو جونز سوق دبي المالي" ومؤشر "داو جونز سوق دبي المالي تايانز 10"، وذلك في أبريل 2007 ، حيث يعتبر المؤشران الجديدان جزءا من سلسلة داو جونز الخاصة بالأسواق المالية الإسلامية .

ويعتبر مؤشر داو جونز سوق دبي المالي مؤشر أسهم مركب يقيس أداء الأسهم المتداولة في سوق دبي الموافقة مع الشريعة .

وبهذا تم إطلاق كل من مؤشر داو جونز سوق دبي المالي ومؤشر داو جونز سوق دبي المالي تايانز بعد الإعلان عن تحيل سوق دبي المالي إلى أول سوق مالي متوافق مع أحكام الفقه الإسلامي بهدف إيجاد سوق مالي يتمتع بسيولة وشفافية عاليتين ويتسم بالعدالة بهدف تحقيق النمو الاقتصادي .

2- الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في سوق دبي المالي⁽¹⁾، إن الوجه الإسلامي لسوق دبي المالي والذي يميز عن الأسواق التقليدية ، ألزمها في كل عنصرها بأحكام وقيم الإسلام ، وفي هذا الإطار تم طرح أدوات مالية إسلامية

¹ - منتدى التمويل الإسلامي ، الصكوك الإسلامية ودورها في الهام محفظة المستثمر الإسلامي ، 2007 ،
-http:// islamfin.go-fourm.net/forum.htm. date de consultation: 25/03/09.
- منتدى الإمارات الاقتصادي ، تطوير للتغذية والتصميم، 2009-2000.
http://www.uaeec.com/vb/t49998.html, date de consultation: 25/03/09.
زينب فتحي أبو العلا ، هل تحل الصكوك معضلة السندات؟ أبريل 2008.
- http://ahram.org.eg/ik/ahram/2008/04/21/news0.htm. date de consultation: 26/03/09.
- سايمون ويب، أريان بيزنس ، صحيفة البيان الامراتية الموقع العالمي للاقتصاد الإسلامي ، توقع طرح أوراق مالية إسلامية معززة بالذهب، 2000-
2009.
- http://isges.com/forum/faq.php. date de consultation: 26/03/29.
زايد عبد السلام ، الهندسة المالية: مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية، جامعة تبسة-الجزائر، مجلة العلوم الإنسانية 2008.
- http://www.ulum.nl/d94.html. date de consultation: 26/03/29.

كخيارات أمام المستثمرين، وتتمثل أهم أدوات المدرجة في سوق دبي المالي .

- **أسهم دبي للذهب**، تعد أسهم دبي للذهب أول السلع المتداولة على البورصة التي يتم إدراجها في نسداك دبي، فضلا عن كونها أول سلعة ذهبية متداولة في السوق ومتوافقة مع الشريعة الإسلامية، ويتمتع هذا السهم بميزة التغطية كامل قيمته ذهباً وإمكان تسويته مالياً ومادياً ، وذلك حسب رغبة المستثمر، ويمكن الحصول عليه نقداً أو ذهباً موافقا مع الشريعة الإسلامية ، وتوفر أسهم الذهب خيارا استثماريا للمستثمرين،

-**السندات الإسلامية** ، يتم تداول في سوق دبي المالي عدة إصدارات إسلامية من أهمها إصدار لصالح شركة طيران الإمارات بمبلغ 500 مليون دولار، وفي سنة 2006 قام البنك دبي الإسلامي بإصدار صكوك إجارة لصالح هيئة الطيران المدني بدبي لتطوير وتوسيع مطارها، وبلغ حجم الإصدار 2075 مليار درهم إماراتي ، إضافة إلى صكوك بقيمة 25 مليون دولار لصالح وزارة الأوقاف لأعمار بعض ممتلكات الوقف . وتنوع هذه الاصدارات عديدة منها صكوك إجارة والسلم و الإستصناع ، المشاركة ، المضاربة ، ويطلق عليها في الاسواق المالية العالمية "سندات الإسلامية" .

-**صكوك أملاك** ، هي عبارة عن سندات للاستثمار متوسط وويل المدى ، 5سنوات على الأقل ، أرباحها السنوية غير ثابتة وتستخدمها شركة أملاك في دبي في مشاريعها حيث كانت اغلب الصكوك المصدرة تستند إلى عائدات أصول توزع منها الأرباح من الفائدة. لكن صكوك أملاك مدعومة بأصول (توريق) مما يمكن حامل السهم من الرجوع على الأصل في حالة التخلف عن السداد مما يجعل السند أكثر جاذبية ويخفض تكلفة الاقتراض .

المطلب الأول: مؤشر سوق دبي

من بين العوامل التي أدت إلى ارتفاع مؤشر الرسملة السوقية لأسهم سوق دبي المالي تضائل الاسهم الاستثمارية لقلّة المعروض من الأسهم المتداولة، مما أدى إلى تضخيم القيم السوقية للأسهم، إلى جانب تنفيذ المستثمرين لسوق العمليات الاكتتاب المكثفة في أسهم شركات الجديدة. والجدول يوضح تطور مؤشر الرسملة السوقية لدبي .
الجدول رقم (04): تطور مؤشر معدل الرسملة السوقية لسوق دبي خلال الفترة- 2005-2010 مليون دولار

السنة	الرسملة السوقية	الناتج المحلي الإجمالي	معدل الرسملة/الناتج المحلي الإجمالي	المعدل نمو الرسملة السوقية
2005	60,952.94	1611720	%37.81	%10.20
2006	67,166.04	188,693.5	35.59%	8.98%
2007	73,201.35	186,489.5	39.25%	2.25%
2008	74,851.38	188,551.0	39.36%	110.15%
2009	157,306.44	214,462.0	73.34%	9.47%
2010	306,255.70	248,480.0	123.25%	111%

المصدر: هيئة السوق الاوراق المالية بورصة دبي(2005-2010).

نلاحظ من الوهلة الاولى مدى ارتفاع المستمر في نسبة مساهمة الرملة السوقية لبورصة الاسهم دبي في الناتج المحلي الإجمالي لسنة 2008، ارتفعت نسبة المساهمة من 37.81% إلى نسبة 123.25% سنة 2011، ويعكس هذا الارتفاع الكبير تحسن في قدرة السوق الأسهم دبي على تعبئة المدخرات وتمويل الاستثمارات مقارنة بنسبة المساهمة في موجودات القطاع المصرفي إلى الناتج المحلي الاجمالي في المقابل ارتفاع معدل الرملة السوقية لدي .

ويعد معدل الرملة السوقية لبورصة الأسهم دبي مقبولا نسبيا مقارنة بالبورصات العالمية والعربية على غرار بورصة نيويورك، لندن، السعودية، الكويت البحرين

وبالرغم من انخفاض معدل الرملة السوقية لبورصة دبي سنة 2005 إلى 2010 ما بين 10.20% إلى 111% ويشير معدل النمو مرتفع لرملة السوقية إلى امكانية كبيرة في ارتفاعها في السنوات الآتية، كما هو مبين في الجدول اعلاه. وهذا يدل على كفاءة مؤشر سوق الاوراق المالية الإسلامية المتداولة فيها.

2- والجدول التالي يوضح عدد من الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة دبي المالي ونسبته للفترة 2010-2005

الجدول رقم (07): عدد الاسهم المدرجة في البورصة دبي ونسبتها.

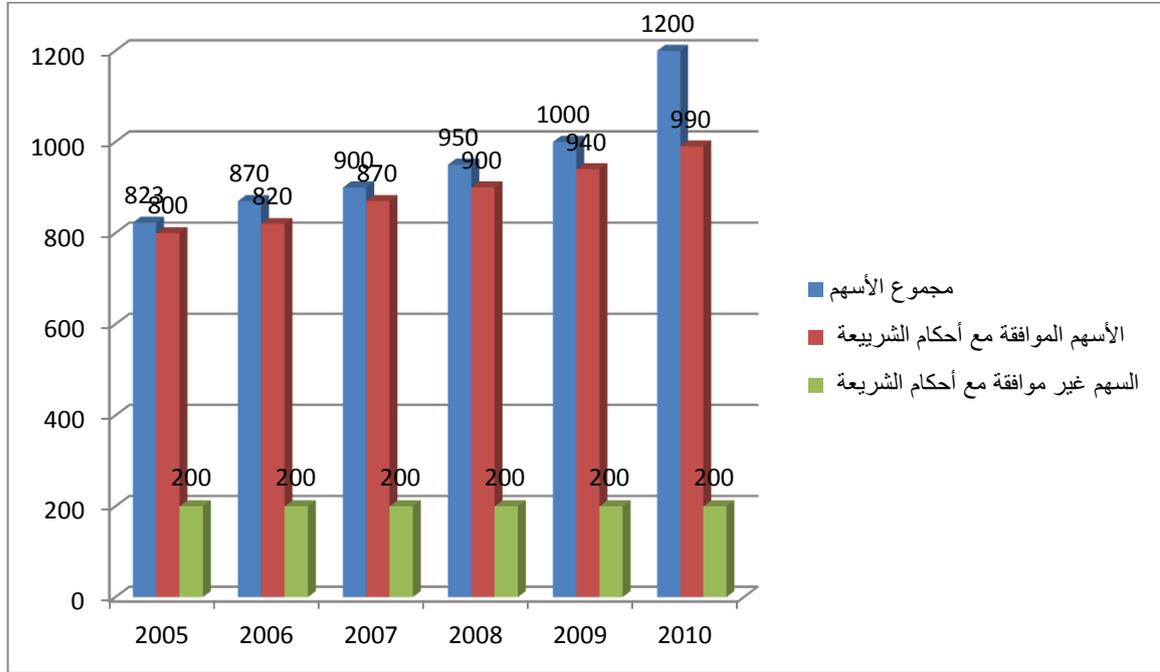
عدد الاسهم المدرجة في البورصة دبي ونسبتها للفترة 2010-2005

السنة	عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة دبي ونسبته	عدد الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة دبي ونسبته	مجموع الأسهم المدرجة في البورصة دبي
2005	640 78%	180 22%	720
2006	684 80%	171 20%	855
2007	722 81%	169 19 %	891
2008	787 83%	162 17%	949
2009	857 85%	154 15%	1011
2010	886 86%	143 14%	1029

المصدر : التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية دبي الربع الأول - لفترة زمنية (2010-2005)

الشكل رقم (06): الاسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة دبي.

عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة دبي للفترة 2005-2010



- يتضح من الجدول أعلاه والرسم البياني المرفق ما يلي:

- 1 نسبة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة دبي أعلى من نسبة الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة خلال سنوات الدراسة 2005-2010، وهذه النسبة تزايدت باتجاه تصاعدي من 78 % في السنة 2005 إلى 86 % في السنة 2010.
 - 2 عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة دبي كانت متزايدة باتجاه تصاعدي من 640 سهم في السنة 2005 إلى 886 سهم في السنة 2010
 - 3 النسب المئوية للأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة دبي في اتجاه تنازلي خلال تلك السنوات الستة من 22 % في السنة 2005 إلى 14 % في السنة 2010 .
 - 4 عدد الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة دبي كانت متناقصة خلال سنوات الدراسة، من 180 سهم في سنة 2005 إلى 143 سهم في سنة 2010 .
- إن ارتفاع عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة كل سنة يدل على ارتفاع مستوى مؤشر التوعية بين الشركات المساهمة في دبي لممارسة أنشطة مشروعة أكثر من أنشطة محرمة شرعاً في كافة عملياتها . وهذا يؤدي إلى ارتفاع مستوى ثقة المستثمرين المسلمين للاستثمار فيها.

خلاصة الفصل الثاني:

من خلال دراسة بعض مؤشرات سوق دبي المالي توصلنا إلى ما يلي : أن سوق دبي المالي يضم معظم المؤشرات مثل مؤشر داو جونز و مؤشر تايانز 50 وهو أكبر سهم في العالم العربي. وسوق الأسهم دبي للذهب، السندات والصكوك الإسلامية.

وعلى غرار الإحصائيات التي نشير إليها أن سوق الأوراق المالية الإسلامية في سوق دبي المالي يعتبر الجزء المهم للمستثمرين والمدخرين لما فيه من مزايا تداول الاوراق المالية الإسلامية .

الخاتمة العامة :

تتميز النظم الاقتصادية المعاصرة في معظمها بالتوجه من الاقتصاد الاستدانة إلى الاقتصاد السوق المالية، إذ تحتل أسواق الأوراق المالية مركزا حيويا فيها، فهي تعكس الوضع الاقتصادي في أي دولة وخلق انتشار مؤسسات المساهمة فيها وإقبال الحكومات على اقتراض حركية قوية للتعامل بالأوراق المالية.

تتمثل النتائج المتوصل إليها من خلال البحث في:

- سوق الأوراق المالية هي الحيز الذي يجمع بين البائع والمشتري للورقة المالية، التي يتم تداولها على يد وسيط رسمي يهدف إلى تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو مشروعات استثمارية.

- تتمثل الأوراق المالية بمثابة السلع التي يتم تداولها بيعا وشراء في السوق المالية، ويتم إصدارها في السوق أولية ثم السوق الثانوية.

- ولتتمكن السوق الأوراق المالية القيام بالدور الموكل إليها لا بد من توافر أوراق مالية متنوعة وجاذبة لمختلف المستثمرين في السوق، إذ أن الورقة المالية التي تجذب مستثمرا ولا تجذب آخر، وتؤدي هذه الورقة إلى زيادة المستثمرين والمدخرين في أوراق مالية ذات جاذبية، ومما يدفع عن الحديث الاوراق المالية الإسلامية:

- الأدوات المالية الإسلامية هي أداة تمويل واستثمار تقوم على أساس المضاربة الشرعية، تحمل المخاطرة.

- إمكانية التكيف الادوات المالية التقليدية يجعلها تتوافق مع خصائص الأدوات المالية الموافقة للشريعة الإسلامية

وتقوم سوق الاوراق المالية بتخصيص المدخرات الاستثمارات وأنها تتميز بالكفاءة حيث:

-السوق الكفاء هي التي تعكس الأوراق المالية المصدرة بها كافة المعلومات المتاحة عنها.

-قياس المدى كفاءة الأسواق من خلال المؤشرات مالية تسمح بإعطاء حكم تقريبي للمستثمر فيما يخص التوجيهات المحتملة لأسعار.

لكن في الواقع أثبتت معظم الأسواق الأوراق المالية غير كفاء وهي تتعرض كثير من الأزمات وعادة ما تكون سببها المديونية، المجازفة، وهي مستمدة من الأنظمة الائتمانية الحديثة، وتطور هذه الانظمة ينجم عنه تفاقم الأزمات حيث:

- الأزمة المالية هي انخفاض حاد في أسعار أصول المالية من الاسهم والسندات.
- إدراج الأدوات المالية الإسلامية كخيار أمام المؤسسات المصدرة، وهذا يسمح بتنوع أكثر في الأدوات المالية المتداولة وبالتالي يكون أمام المستثمر أكثر خيارات توافق مع معتقداته ورغباته.
- الأدوات المالية الإسلامية تسمح بإيجاد أسواق ذات كفاءة من خلال تفادي الاختلافات بين القيمي الورقة السوقية والحقيقية، وهذا بالاختلاف قيمة العائد وذلك من خلال توفير المعلومات بشكل دقيق وكذا الخلو من الغرر، التحكم في الأسعار والاحتكار.
- تلعب الأدوات المالية الإسلامية دور كبير في تحقيق الكفاءة من خلال السعر العادل في السوق الذي يعكس القيمة الحقيقية للورقة، ومن خلال عوائد تلك الاوراق، فكلما كان العائد يعبر عن المردود المستحق حامله كانت كفاءة سوق أقوى.

التوصيات

- بعد تناول موضوع الأوراق المالية الإسلامية والتنوع الدولي الذي يعتبر من أهم إستراتيجيات تدنئة المخاطر المرتبطة بالأوراق مالية، سواء في الجانب النظري أو التطبيقي من بحثنا. وبعد إستخلاصنا لنتائج البحث وإثبات صحة الفرضيات، يمكننا إقتراح جملة من التوصيات:
- 1-تشجيع المستثمرين على تدويل الأسهم، لما يوفره التنوع الدولي من فرص إستثمارية جديدة، وخاصة لكونه يساهم في تحسين خصائص الأوراق المالية.
 - 2-التنوع مع الأسواق التي تربطها مع السوق المحلي إرتباط سالب أو موجب ضعيف؛
 - 3-القيام بعملية التنوع الدولي مع الأسواق التي قيمة عملتها أقوى من العملة المحلية، مع مراعاة الإختيار الدقيق للموجودات الأجنبية المختارة؛
 - 4-الإبتعاد عن الأصول الأجنبية التي تشهد عمالات بلدانها تقلبا شديدا في أسعار صرفها مقابل العملة المحلية وذلك للتخلص من المخاطرة المرتفعة لتقلب أسعار الصرف؛
 - 5-أما بالنسبة للمستثمر في سوق دبي من الأفضل له أن ينوع مع السوق السعودي للأوراق المالية، ومع السوق الأمريكي، وسوق الألماني.

و موضوع الأوراق المالية وتطبيقها يعد من إستراتيجيات تدنئة المخاطر التي تواجهها الأسواق و يعد من المواضيع المهمة في المجال البورصة والتي حظيت - ولازالت - باهتمام الكثير من المستثمرين و المسيرين والمحللين الماليين والتي لا تزال تحتاج إلى دراسات ونتائج معمقة من شأنها توضيح فكرة الاستثمار في الأوراق المالية الاسلامية فهذه الدراسات تعرف ندرة كبيرة في الأبحاث ولاسيما في الجامعة الجزائرية نظرا لعدم وجود سوق مالي جزائري إسلامي ومن هنا تتضح أهمية هذه المواضيع،
فمن مقترحات هذه الدراسة ما يلي:

- 1-دراسة كفاءة الأسواق المالية الإسلامية على فعالية إستراتيجية و التنوع الدولي؛
- 2- القيام بدراسة نفس الموضوع خلال فترة الأزمة المالية؛
- 3-دراسة أثر تبني المؤسسة لسلوك البيئي على قيمة أسهمها السوقية؛
- 4- طريقة تسييرها الأسواق الأوراق المالية من المنظور الإسلامي من حيث مكوناتها .
- 5-التوسع في إنشاء المؤسسات المالية الإسلامية لدعم التعامل في أسواق الأوراق المالية الإسلامية.
- 6-العمل على إنشاء سوق الاوراق المالية الإسلامية في مختلف الدول الإسلامية غير الموجود فيها والعمل على تطويرها من ابتكار أدوات مالية تكون موافقة للشريعة الإسلامية.

قائمة المراجع :

المراجع باللغة العربية .

-الكتب:

-سليمان ويب،أريان بيزنس ، صحيفة البيان الامراتية الموقع العالمي للاقتصاد الإسلامي ،توقع طرح أوراق مالية إسلامية معززة بالذهب،2000-2009.

حنان إبراهيم نجار، اليات بناء مؤشرات سوق الاسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية،جامعة عمان العربية للدراسات العليا،عمان-الأردن،2005،

- محفوز جبار، تنظيم وإدارة البورصة ، دار هومة للطباعة ، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002،الجزء الثالث

- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات-أوراق بورصات،دار الشروق والتوزيع، عمان-الأردن،الطبعة لأولى، 2005،

- حسن عبد المطلب الأسراج ، تحليل اداء البورصات العربية خلال الفترة(1994-2003) مع دراسة خاصة للبورصة المصرية، سلسلة رسائل البنك الكويت الصناعي العدد 79، ديسمبر 2004

- محمد صالح الحناوين جلال ابراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الجامعية، الإسكندرية،2002

- صلاح السيدة جودة، بورصة الأوراق المالية(علميا وعمليا)، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية ، الإسكندرية 2000،

- إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 1997

- على كنعان، الأسواق المالية ، جامعة دمشق كلية الاقتصاد قسم المصاريف والتأمين (دمشق ، 2005-2006

- عاطف وليم الأندراوس ، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية ، الإسكندرية ، 2005
- سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة - حالة أسواق الأوراق المالية العربية ، جامعة الجزائر، 2004
- مصطفى راشدي شيحة ، الاقتصاد النقدي والمصرفي والبورصات ، الدار الجامعية الجديدة للنشر ، مصر ، 1998
- محسن أحمد الخضري: كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ، ايترك للنشر والتوزيع ، القاهرة ، الطبعة الثانية، 1999
- أرشد فؤاد تميمي وأسامة عزمي سلام ، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة ، دار المسيرة، عمان ، 2004
- شمعون شمعون، البورصة الجزائرية، أطلس للنشر ، الجزائر ، الطبعة الأولى، 1993
- أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية أحكامها و ضوابطها في الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر و التوزيع، الأردن 2007،
- عبد الأول عابدين محمد بسيوني، مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة: دراسة فقهية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007
- محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية: رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية 2006
- سمير عبد الحميد رضا، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها: دراسة مقارنة بين النظم الوضعية و أحكام الشريعة الإسلامية، دار النشر للجامعات، مصر، 2005
- خالد محمود الزهار، رامي صالح عبده، نحو أسواق مالية إسلامية، المؤتمر العلمي الأول، الاستثمار و التمويل في فلسطين بين آفاق التنمية و التحديات المعاصرة المنعقدة بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية، 8-9 مايو 2005

- عبد الله بن محمد العمراني، السندات من منظور شرعي، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، 2006،
- عبد الكريم أحمد قندوز ، الهندسة المالية الإسلامية : دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإعدادها بالأدوات المالية الشرعية ، مؤتمر الأسواق المالية والبورصات آفاق وتحديات ، جامعة الإمارات العربية، 2006،
- ضياء مجيد العربي ، البورصات ، أسواق المال وأدواتها ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ، 2005،
- أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية أحكامها و ضوابطها في الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر و التوزيع، الأردن 2007،
- عبد الأول عابدين محمد بسيوني، مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة: دراسة فقهية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007،
- محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية: رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية 2006
- عبد السلام فيغو، البورصة و الأسهم دراسة قانونية شرعية، جامعة محمد الخامس -كلية الحقوق-أكادال، مؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات آفاق وتحديات، الإمارات العربية، 2006،
- سمير عبد الحميد رضا، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها: دراسة مقارنة بين النظم الوضعية و أحكام الشريعة الإسلامية، دار النشر للجامعات، مصر،
- عبد الله بن محمد العمراني، السندات من منظور شرعي، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، 2006،
- ضياء مجيد العربي ، البورصات ، أسواق المال وأدواتها ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ، 2005،
- ملتقيات والندوات
- أشرف محمد دواية، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية ، مؤتمر الأسواق المالية آفاق وتحديات ، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2006،
- عبد السلام فيغو، البورصة و الأسهم دراسة قانونية شرعية، جامعة محمد الخامس -كلية الحقوق-أكادال، مؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات آفاق وتحديات، الإمارات العربية، 2006،

- خالد محمود الزهار، رامي صالح عبده، نحو أسواق مالية إسلامية، المؤتمر العلمي الأول، الاستثمار و التمويل في فلسطين بين آفاق التنمية و التحديات المعاصرة المنعقدة بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية، 8-9 مايو 2005
- عبد الكريم أحمد قندوز ، الهندسة المالية الإسلامية : دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإعدادها بالأدوات المالية الشرعية ، مؤتمر الأسواق المالية والبورصات آفاق وتحديات ، جامعة الإمارات العربية، 2006
- سليمان ناصر ، السوق المالية الإسلامية ، كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي، الدورة التدريبية الدولية حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها دورها في الاقتصاديات المغاربية كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، سطيف، 23-28 ماي 2003

الرسائل الجامعية والمذكرات:

- رفيق مزاهدية ، كفاءة سوق الأسواق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات - دراسة حالة سوق الأسهم السعودية ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص: اقتصاد دولي، جامعة باتنة ، 2006-2007 ،
- سامية زيطاري، دينامية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة - حالة أسواق الأوراق المالية العربية ، جامعة الجزائر، 2004
- شوقي جباري، بورصة القيم المتداولة من منظور قيمي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، 2004-2005، ص 200.
- (4)- شعبان محمد إسلام البراوي، مرجع سابق، 2001
- الجودي صاطوري، اثركفاءة سوق راس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل الدكتوراه في ع التسيير فرع مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر 2005-2006
- (5)- شوقي جباري، بورصة القيم المتداولة من منظور قيمي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، 2004-2005

المراجع باللغات الأجنبية

¹ -capelle-b-Blancard , couderc, vanDeLanote, Marchès financiers en fiches, Ellipses edition Marketing. SA, 2004

¹ -frederci mishkin ,traduction de :chirstian bordes ,pierre-cyrille haut cœur dominique lacoue-laberthe , monnaie banque et marchè financier pblieè par pearson education ,France 8^{ème} èdition , 2007

¹ -Philippe gilet ,efficience des marché financiers, France,1999

mondher bellalah gestion de portefeuille, france2004

Jean Didier lecaillon,jean Marie le Page et Christian Ottary, Analyse et diagnostique :économie contemporaine ,2004,Edition de Beck, France, 2^{ème} Edition,

-jean- Luc Bailly, gilles Caire Arcangelo Figlizz et Valérie le lièvre ;
Economie monétaire et financière France, 2006,p

المواقع الإلكترونية

-[http:// islamfin.go-fourm.net/forum.htm](http://islamfin.go-fourm.net/forum.htm).date de consultation:
25/03/09 :17h05

<http://www.uaeec.com/vb/t49998.html>, date de consultation:
25/03/09 :15h30

- <http://ahram.org.eg/ik/ahram/2008/04/21/news0.htm>. date de
consultation: 26/03/09 :23h40

- <http://isges.com/forum/faq.php>. date de consultation:26/03/29 :23h33

- <http://www.ulum.nl/d94.html>. date de consultation:26/03/2923h53

www.argaam.com/portl/content/researcharticle.aspx le 24/03/09:15h04.

- <http://www.mostashark.net> le 25/03/09 :17h18

III	الاهداء
VI	الشكر وعرفان
V	ملخص
VII	قائمة المحتويات
VIII	قائمة الأشكال ورسومات
IX	قائمة الجداول
أ ب ج د	المقدمة
1	الفصل الأول أدبيات النظرية
2	تمهيد
2	المبحث الاول: الاسواق المالية والأدوات المالية
3	المطلب الاول: أساسيات أسواق الأوراق المالية
7	المطلب الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية أطرافها والأدوات التداولة
22	المطلب الثالث: التكيف الفقهي للأدوات المالية المتعامل بها في الأسواق الأوراق المالية الإسلامية
23	الفرع الأول : التكيف الفقهي للأدوات المتعامل بها في أسواق الأوراق المالية
28	الفرع الثاني: الأدوات المالية الإسلامية
30	المبحث الثاني : أدبيات التطبيقية
30	المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة
32	المطلب الثاني: النتائج المستخلصة
33	المطلب الثالث: أهم ما يميز به هذه عن الدراسات السابقة
34	خلاصة الفصل
36	الفصل الأول: دراسة ميدانية
37	تمهيد
38	المبحث الأول: دراسة ميدانية
38	المطلب الأول: كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية

38	الفرع الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية
40	الفرع الثاني: مؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية
46	المطلب الثاني: علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية بالأوراق المالية الإسلامية
48	المبحث الثاني: نشأة سوق دبي المالي وتطوره ودور في الرقابة الشرعية على عملياته
53	المطلب الأول: مؤشر سوق دبي
57	خلاصة الفصل
58	الخاتمة
61	المراجع
64	الفهرس